

O Impacto do Nível de Transparência no Custo do Capital Próprio das Empresas do IBOVESPA.

Autoria: Lilian Perobon Mazer, Silvio Hiroshi Nakao

RESUMO

Embasado por alguns teóricos, onde sugerem que maior transparência pode reduzir o custo de capital pela redução do risco não diversificável de estimativa, esta pesquisa se propõe a verificar a existência de relação entre o nível de transparência e o custo de capital próprio das empresas que compunham o índice BOVESPA na data base de 29 de dezembro de 2005. Foram utilizados as variáveis custo de capital próprio e transparência, além das variáveis de controle, o tamanho da empresa, o grau de endividamento e a relação entre o preço da ação e o valor patrimonial da empresa. Para testar a relação entre transparência e custo de capital próprio no mercado brasileiro, foi utilizada uma regressão múltipla do tipo seção transversal entre a variável dependente custo de capital e a variável independente transparência. Em linhas gerais, os resultados desse trabalho não permitem afirmar que um maior grau de transparência implica em uma redução significativa do custo de capital das empresas brasileiras no período estudado, corroborando o resultado de algumas pesquisas nacionais e internacionais levantadas na revisão bibliográfica.

CONTEXTUALIZAÇÃO

Com a evolução dos estudos sobre Teoria da Contabilidade, o objetivo da Ciência Contábil foi modificado, deixando de prover informações úteis a apenas administradores e credores, fornecendo-as, também, para investidores e acionistas. Com isso, as demonstrações contábeis, conseqüentemente, as informações nelas contidas, passaram a ter mais representatividade na ótica empresarial.

As informações corporativas relevantes são fundamentais para o crescente progresso do mercado de capitais e, por conseguinte, da economia global. Devido seus posicionamentos, os usuários internos possuem maior capacidade de avaliar o potencial de retorno da empresa e estimar o seu valor, diferentemente dos usuários externos, que possuem informações limitadas sobre as corporações.

Portanto, tal acontecimento, produz um efeito direto no que diz respeito à transparência dessas informações, principalmente as contábil-financeiras, transformando-as em ferramentas de comunicação entre gestores, acionistas e o próprio mercado. E, acima de tudo, faz com que elas exerçam uma função assistencial nas principais decisões dos investidores, por exemplo, alocação de futuros recursos na empresa.

Contudo, essas informações podem ser julgadas como incompletas não atendendo a todos os questionamentos dos interessados, fato esse, denominado assimetria informacional. Nesse aspecto a contabilidade pode exercer uma importância significativa, pois ao fornecer informações relevantes e confiáveis decorrerá a redução da assimetria informacional e sucessivamente na redução dos conflitos de interesses.

Passa a existir então, a Governança Corporativa. De acordo com esse princípio, os administradores e os acionistas da organização divergem em relação aos interesses e tenderão a agir em benefício próprio, logo, visa um maior controle e monitoramento da atividade empresarial, além da redução desses conflitos, descritos na literatura econômica como conflito de agentes.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão brasileiro, foi desenvolvido para aperfeiçoar o conceito de Governança Corporativa nas empresas nacionais,

foi através dele que nasceu a iniciativa da elaboração e revisão do Código Brasileiro das Melhores Práticas.

Teóricos afirmam que um dos reflexos desta diminuição é a redução do custo do capital, pois os investidores terão informações relevantes e transparentes gerando uma confiabilidade em relação à credibilidade dos emissores de ações.

O objetivo dessa pesquisa é verificar a existência de relação entre o nível transparência das empresas que compunham o índice BOVESPA na data base de 29 de dezembro de 2005 e o custo de capital próprio dessas empresas.

PROBLEMA DE PESQUISA

O conceito de capital próprio são todos os recursos aplicados na empresa pelos proprietários, ou seja, os acionistas, sem previsão para ser devolvido, pois se estima que o mesmo permaneça por tempo indeterminado na empresa, ao contrário do capital de terceiros, havendo assim uma observância maior de risco, fazendo com que o custo do capital próprio tenda a ser maior.

Para Assaf Neto (2003, p. 388), o custo do capital próprio pede ser definido pelo retorno requerido pelos seus acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento. Ainda de acordo com este autor, quanto mais elevado apresentar-se o risco da decisão, maior o retorno exigido pelos proprietários de capital (2003, p. 359).

Gitman (2002, p. 431) aponta que o custo de capital de terceiros é consideravelmente menor que o custo de quaisquer outras fontes de financiamentos. Isso se deve basicamente ao fato de que os credores têm menores risco de perdas em relação aos proprietários da organização. Isso se dá porque eles têm direito prioritário nos lucros ou ativos existentes para pagamentos.

A mensuração do custo do capital próprio é procedida basicamente de duas maneiras. A primeira determina que, este, é o método do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros esperados pelo mercado. O segundo método seria O Capital Asset Pricing Model (CAPM) ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, o qual estabelece uma relação linear entre o retorno de uma ativo e o retorno do mercado, onde β (beta) representa o indicador do risco das empresas em estudo.

Damadoram (2004, p. 69) cita que o beta de uma empresa é determinado por três variáveis: o tipo de negócio da empresa, o grau de alavancagem operacional na empresa, e a alavancagem financeira da empresa.

Assaf Neto (ibid., p. 247) afirma que o CAPM é bastante utilizado nas várias operações do mercado de capitais, participando do processo de avaliação de tomada de decisões em condições de risco.

No Brasil, a metodologia mais utilizada é a referência das informações produzidas pelo CAPM para mercados financeiros que não apresentem as limitações do mercado brasileiro, em geral, é adotado um *benchmark* do mercado norte-americano. Para o cálculo do custo do capital próprio brasileiro acrescenta-se, a esse modelo, o α BR que representa o prêmio risco Brasil, conforme é identificado pelos analistas financeiros (Assaf Neto, 2003, p. 361).

O IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – é o que representa com mais fidedignidade o retorno de mercado no Brasil. Porém, existem algumas limitações como precária divulgação das companhias de capital aberto, poucas ações ordinárias em circulação e baixo índice de pulverização de ações com direito a voto.

Existem estudos que confirmam a teoria de que há uma relação negativa entre transparência e o custo de capital. Em um deles realizado por Botosan e Plumlee (2002, p.21) os quais exploram a associação entre o custo do capital próprio e três tipos de transparência, a

contida nos relatórios anuais, nos relatórios trimestrais e outras publicações e a relação com investidores em 43 indústrias tiradas do *Annual Reviews of Corporate Reporting Practices* no período de 1986 a 1996 nos Estados Unidos, obteve-se a conclusão que a maior transparência não está associada com o menor custo do capital.

Entretanto, Francis (2003, p. 2) ao analisar 856 empresas em 34 países pertencentes a 18 setores industriais verifica que existe uma correlação positiva entre as variáveis transparência e necessidade de financiamento externo, e empresas com maior transparência têm redução no custo do capital próprio.

Alencar e Lopes (2005, p. 1) investigaram, se o nível de transparência influencia o custo do capital para empresas negociadas no mercado brasileiro. E verificaram que, com base nos dados pesquisados no mercado brasileiro, o nível de transparência não afeta o custo do capital.

Silveira (2003) investigou se as empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa e que emitiram ADR (*American Depositary Receipts*) na década de 90 passaram por significativa modificação em seu custo de capital. A conclusão revelou que as reduções observadas pareceram vir mais de modificações operacionais internas, mais especificamente, pela criação de novas regras de governança corporativa.

Por razão das diferentes conclusões sobre a influência da transparência na redução do custo do capital próprio, para fins dessa pesquisa, iremos analisar, sobre o mesmo contexto, a ótica das empresas composta na BOVESPA.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Como mencionado anteriormente a Governança Corporativa surgiu a partir da necessidade de controle e monitoramento da atividade empresarial, para a solução dos conflitos de agentes.

Claessens (2002) afirma que o desenvolvimento da Governança Corporativa está ligado ao próprio desenvolvimento econômico das nações e, ao adotar melhores práticas de governança corporativa, as empresas passam a ter maior acesso às instituições financiadoras de seu desenvolvimento, já que o risco associado à sua atividade passa a ser o menor, o que implica na redução do seu custo de captação.

A governança corporativa foi constituída com base em três fatos históricos: o ativismo pioneiro de Robert Monks, o relatório de Cadbury e os Princípios da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico).

De acordo com Andrade e Rossetti (2004, p. 62) Monks, capitalizou diferentes pontos de vista moldados na arena do ativismo transformando-os em ações pontuais e eficazes, amarradas a um propósito central – o de levar o acionista para os conselhos das corporações, fazendo-o participante no processo decisório.

Para eles, a falta de envolvimento do proprietário passivo criou a hegemonia dos administradores, fazendo que os acionistas perdessem sua face e tornassem desconhecidos dos administradores. As bases das práticas de Governança Corporativa foram embasadas nas idéias desse teórico.

Mas, foi no relatório de Cadbury que foram estabelecidas essas práticas, com diferenças relevantes em relação às propostas de Monks. O relatório preconizava: O encorajamento de um papel mais ativo na empresas por parte dos investidores institucionais; o fortalecimento dos canais de comunicações entre os acionistas, os conselheiros e a direção executiva; e o maior envolvimento do governo no sentido de incorporar os princípios de boa governança corporativa na legislação.

Entretanto, os Princípios da OCDE são os mais recentes e importantes nesse contexto. Um desses princípios visava assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades, com o objetivo de promover mercados transparentes e eficientes.

Andrade e Rossetti (2004, p. 75) fazem um resumo dos princípios afirmando que eles visam assessorar governo membros e não-membros em seus esforços de avaliação e aperfeiçoamento da estrutura jurídica e regulatória para a Governança Corporativa em seus países, além de proporcionar orientação e sugestões para a bolsa de valores, investidores, corporações e outras entidades que desempenham algum papel no processo de desenvolvimento da boa Governança Corporativa.

A adesão das melhores práticas de Governança Corporativa vem sendo aderida por uma grande quantidade de países, inclusive no Brasil. A BOVESPA criou o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança, implantados no Brasil em dezembro de 2000.

Para Peixe (2003 p. 42) as vantagens para as empresas participarem do novo mercado é que deverão conseguir melhores precificação de suas ações, conseguindo com isso menores custos de captação, baseado no pressuposto de que os investidores dispõem-se a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de Governança Corporativa e que apresentam maior grau de transparência. Já para o investidor, a vantagem é a maior segurança e a oportunidade de comprar o que a BOVESPA chama “produto ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias), que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.

Jensen e Meckling (1976, p. 46) mostram que tanto os custos de monitoramento externo como os custos de monitoramento internos recaem sobre o gerente-proprietário e, por isso, é do seu maior interesse garantir que o monitoramento seja feito ao custo mínimo.

Bushman e Smith (2003, p. 71) destacam o importante papel da governança da informação contábil, uma vez que a mesma serve como um instrumento fundamental de monitoramento dos gestores da empresa pelos investidores externos.

O Código das Melhores Práticas de Boa Governança Corporativa destaca que um dos princípios básicos que inspiraram à criação do mesmo foi a transparência, fator esse difícil de ser diretamente observável. Ele enfoca que, além das informações obrigatórias, devem ser evidenciados e divulgados relatórios complementares, que auxiliem nas decisões de investimento. Além da transparência dos relatórios financeiros, pois com isso haveria uma minimização nos conflitos dos agentes.

Verrecchia (2001) ressalta que na literatura não existe uma concordância a respeito do conceito de transparência, mas que cada pesquisa busca revelar uma peça desse quebra-cabeça.

Diversos autores revelam que a existência da assimetria informacional é outro fator que vem influenciar no valor do custo de capital. Para Verrecchia (2001, p. 164), o problema do risco informacional parte do pressuposto de que o mercado seria imperfeito, ou seja, assume-se que as atitudes e comportamentos de cada investidor são suficientes para garantir que haja efeito no preço das ações, nas transações que ocorrerem.

Isto implica que todos os investidores tenham que pagar um prêmio para proteger o indivíduo do outro lado da transação contra o problema da seleção adversa inerente na troca de ativos entre agentes com grau de informações diferentes (assimetria informacional).

Healy e Palepu (2001, p. 429) destacam as conseqüências econômicas do aumento da transparência voluntárias das empresas, são elas: aumento na liquidez das ações, redução do custo de capital e o aumento da cobertura por parte dos analistas de mercado.

A divulgação de uma maior e melhor quantidade de informações, de forma consistente para toda sociedade e o mercado, pode ser considerada como uma forma de igualdade de direitos entre todos os acionistas e uma forma de os gestores adquirirem credibilidade junto ao mercado.

METODOLOGIA

A pesquisa desenvolvida é caracterizada como quantitativa e com base em procedimentos estatísticos, objetivando produzir inferências para a população objeto a partir da amostra considerada. Com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica, essa abordagem apresenta em comum à utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas, tem forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica é buscada por meios de teste dos instrumentos, graus de significância e sistemas das definições operacionais (MARTINS, 1994, p.26).

Foram utilizadas entre a variável dependente do custo de capital e a variável independente transparência uma regressão múltipla do tipo transversal. Além do uso adicional das variáveis de controle, usadas com o objetivo de isolar sua influência sobre o relacionamento das variáveis citadas acima, tamanho da empresa, grau de endividamento e a relação entre o preço da ação e valor patrimonial.

A amostra foi composta por 41 empresas que compunham o índice BOVESPA em 29 de dezembro de 2005. Tais empresas foram escolhidas por serem representativas do total das empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA.

Para o cálculo da variável custo do capital próprio foi utilizado o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM) ajustado ao Brasil, conforme proposto por Assaf Neto (2003), mediante a expressão a seguir:

$$K_e = [R_f + \beta \times (R_m - R_f)] + \alpha_{BR}$$

Onde: K_e = custo do capital próprio pelo método do CAPM;

R_f = taxa de retorno de um ativo livre de risco;

β = coeficiente beta múltiplo;

R_m = taxa de retorno da carteira de mercado;

$R_m - R_f$ = prêmio pelo risco de mercado;

α_{BR} = prêmio pelo risco – brasil.

Uma taxa livre de risco (*risk free*) é aquela em que os investidores não incorrem nenhum risco ao aplicar seus recursos. Ela foi considerada, neste trabalho, a remuneração paga pelo governo americano sobre o seu título de maior liquidez, o T – Bond (*Treasury Bond*).

O coeficiente beta utilizado nesse trabalho foi baseado na metodologia exposta por Assaf Neto (2003, p.87) pela seguinte expressão:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (P/PL) \times (1-IR)]$$

Onde: β_L = beta alavancado ou beta de uma empresa com dívidas no Brasil;

β_U = beta não alavancado como benchmark;

P/PL = quociente de passivo oneroso sobre patrimônio líquido;

1-IR = alíquota do imposto de renda do Brasil;

Retorno Esperado de Mercado – RM.

Para o prêmio pelo risco de mercado acionário, obtido pela diferença entre o retorno de mercado e a taxa livre de risco, foi utilizado no valor de 0,98%, baseado no *benchmark* americano, ressaltando que não foi adicionado o risco Brasil.

O risco país reflete a capacidade de uma nação honrar seus compromissos externos. Ele é calculado pela diferença entre os juros pagos pelos papéis da dívida externa de determinado país e a taxa oferecida por um título livre de risco. No Brasil, até outubro de 2005, quando o governo brasileiro resgatou suas dívidas, o principal título de dívida pública brasileira era o C-Bond (*Capitalization Bond*). Por isso, foi utilizado o título brasileiro mais líquido após o C-Bond, o Global 40, o qual registrou um retorno de 4,04% capitalizado mês a mês.

Como mencionado anteriormente, não é possível a mensuração direta da variável transparência, para isso, estabeleceu-se um instrumento para conseguirmos fazê-la. Foi desenvolvido um questionário, composto por 14 (quatorze) questões, onde, as nove primeiras e a última questão foram removidas através do questionário de Silveira (2004, p. 217). Enquanto as de n.º 10 e n.º 11 foram extraídas do questionário elaborado por Alencar e Lopes (2005, p. 6). E incluíram-se as demais por serem consideradas importantes na verificação do nível de transparência das empresas analisadas deste estudo especificamente.

As respostas foram obtidas por consultas nos sites das empresas da amostra. Elas poderiam ser SIM (atribuição de 1 ponto) ou NÃO (sem atribuição de pontos). Assim sendo elas poderiam totalizar 14 pontos, sendo considerada uma empresa totalmente transparente, ou nenhum ponto, o que a qualificaria como totalmente não transparente.

O cálculo das variáveis de controle tamanho da empresa será feito pela Receita Bruta de Vendas no período de 01 de janeiro a 31 de dezembro de 2005, obtida na Demonstração dos Resultados do Exercício (DRE) de cada empresa. Porém, pela receita bruta de cada empresa variar de um modo considerável, por terem tamanhos diferentes, utilizou-se o logaritmo neperiano da receita bruta, com o intuito de correlacioná-las.

A relação entre o Exigível Total e o Patrimônio Líquido, calculada a partir dos dados das demonstrações contábeis das empresas contidas na amostra, resulta no Grau de Endividamento de cada uma delas.

A relação entre o preço das ações e o valor patrimonial indica o grau de conservadorismo dos números contábeis em relação à avaliação do mercado, conhecido como índice *book-to-market*, e é obtida por:

$$\text{Preço/Valor Patrimonial} = \frac{\text{Cotação da ação (valor de mercado)}}{\text{Patrimônio Líquido por ação (valor contábil)}}$$

Os dados referentes às variáveis de controles foram coletados por meio do software Economática®.

De acordo com Alencar e Lopes (2005, p. 1) há uma grande dificuldade em se fazer estudos que relacionam nível de transparência com custo de capital, uma vez que nenhuma dessas duas variáveis é diretamente observável. Portanto, a qualidade das conclusões dependerá, em grande parte, da habilidade do pesquisador em escolher as proxys adequadas para essas variáveis.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Primeiramente, antes de ser feito um estudo comparativo entre as variáveis Custo de Capital Próprio, Transparência, Tamanho da empresa, Endividamento e índice de *Book-to-Market*, foi necessário o cálculo da estatística descritiva, onde os dados foram obtidos de acordo a metodologia explicada.

Tabela 1 – Resultado da Estatística Descritiva

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Custo de Capital Próprio	41	8,98%	10,88%	9,82%	0,45%
Transparência (Trnsp-y1)	41	0	13,0	8,0	3,3
Tamanho (Tam- y2)	41	13,6	18,8	15,7	1,1
Endividamento (Endiv-y3)	41	0,003	2,038	0,651	0,460
Preço/Valor Patrimonial (BTM-y4)	41	0,20	6,81	1,98	1,37

O estudo comparativo será feito, com o objetivo de averiguar se existe relação entre essas variáveis e se a correlação é positiva ou negativa, e testar a relação causa-efeito entre a transparência e o custo do capital próprio.

Para Triola (2005, p. 381) o estudo da correlação é usado para determinar se existe uma relação estaticamente significativa entre duas variáveis e pode ser estudado por meio do coeficiente de correlação linear, que mede a direção e a intensidade da associação linear entre dados amostrais emparelhados. A fórmula da correlação linear (r) é a seguinte:

$$r = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n(\sum x^2) - (\sum x)^2} \cdot \sqrt{n(\sum y^2) - (\sum y)^2}}$$

Onde: r = coeficiente de correlação linear;

n= números de pares de dados presentes;

Σ = soma dos itens indicados;

x= variáveis x;

y= variáveis y.

Ainda de acordo com Triola (2005, p. 385), o valor r deve sempre está entre -1 e +1, inclusive. Se r estiver muito próximo de 0, conclui-se que não há correlação linear significativa entre as variáveis em estudo, mas, se r estiver próximo de -1 ou +1, pode-se concluir que existe uma relação linear significativa entre as variáveis analisadas.

Tabela 2 – Resultado da correlação

	Ke (y0)	Trnsp (y1)	Tam (y2)	Endiv (y3)	BTM (y4)
Custo de Capital Próprio	1,0000	-	-	-	-
Transparência (Trnsp-y1)	-0,05739	1,0000	-	-	-
Tamanho (Tam- y2)	-0,01404	0,527427	1,0000	-	-
Endividamento (Endiv-y3)	0,386594	0,004957	-0,0209	1,0000	-
Preço/Valor Patrimonial (BTM-y4)	0,085842	0,033165	-0,02546	0,074969	1,0000

Com base nesses dados, verificamos que o Tamanho da Empresa e a Transparência estão correlacionados positivamente. Isso mostra que empresas maiores são aquelas que mais evidenciam informações segundo o modelo utilizado nesse estudo para medir transparência.

Tapscott e Ticoll (2005, p. 41) afirmam que a transparência exige investimentos em novas funções organizacionais para fins de acompanhamento de relatórios, interações com os stakeholders e auditorias externas. Para empresas pequenas ou com baixas margens de lucro, tais despesas podem ser praticamente proibitivas.

O que nos chama mais atenção nos dados é correlação negativa entre o Custo de Capital Próprio e a Transparência. Porém, a teoria já afirmava que quanto maior o nível de transparência de uma empresa, menor a estimativa do Custo do Capital Próprio.

No teste de hipótese realizado para verificar se os resultados obtidos são estaticamente significativos, constatamos que a correlação entre as variáveis, Custo do Capital Próprio x endividamento x Transparência x Tamanho da empresa, têm evidências empíricas amostrais suficientes para apoiar a afirmativa de que há uma correlação linear positiva significativa entre elas. Ao contrário da correlação Custo do Capital Próprio e Transparência a qual, segundo o resultado, não existem evidências empíricas amostrais suficientes para apoiar a afirmativa de que há uma correlação linear positiva significativa entre essas variáveis.

Para avaliar a relação causa-efeito entre as variáveis empregaremos a regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados. Para isso definimos como variável dependente o Custo do Capital Próprio e como variáveis independentes a proxy para transparência, o tamanho da empresa, o grau de endividamento e o índice *book-to-market*.

Após todos os cálculos necessários chegamos ao seguinte resultado:

Tabela 3 – Resultados do Modelo de Regressão

	Coefficientes	Erro Padrão	Stat t	Valor-P
Intercessão	0,093754544	0,011202363	8,369175537	5,75302E-10
Trnsp (y1)	-0,000113205	0,000250036	-0,45275685	0,653440742
Tam (y2)	0,000163298	0,000763219	0,213959707	0,831785728
Endiv (y3)	0,003725781	0,001491818	2,497476458	0,017217567
BTM (y4)	0,00020131	0,00050881	0,395648121	0,694699659

Observa-se que as variáveis não apresentam correlação estaticamente significativa para um intervalo de confiança de 95%, exceto para a variável endividamento, que mostra correlação significativa com a variável dependente Custo de Capital Próprio, o que corrobora o resultado obtido na análise da correlação Linear.

Para Corrar e Theóphilo (2004, p. 116), quando as variáveis explicativas são multicolineares, elas fornecerão informações similares para explicar e prever o comportamento da variável dependente. Isso dificulta a separação de efeito que cada uma das variáveis exerce sobre a variável dependente, prejudicando a habilidade preditiva do modelo de regressão.

Para detectar a presença de multicolinearidade, primeiramente calculou-se o coeficiente de correlação entre as variáveis independentes de forma bivariada. Em seguida testou-se estaticamente o efeito da multicolinearidade por meio da estatística de teste de Farrar e Glauber. Logo após obtenção dos resultados concluímos que com exceção das variáveis independentes Transparência e Tamanho, para todas as outras tratadas duas a duas pode-se deixar de rejeitar a hipótese nula de ausência de multicolinearidade.

CONCLUSÕES

Constatou-se, em linha gerais, por meio desta pesquisa que de acordo com os resultados da análise da correlação linear as empresas maiores são as que evidenciam mais suas informações. Porém não houve correlação entre Custo do Capital Próprio e a Transparência, e que o teste de hipótese mostrou que a correlação existente não tem efeitos estaticamente significativos.

Através do teste de regressão linear múltipla, onde o Custo do Capital Próprio foi considerado como variável dependente a proxy para transparência, o tamanho da empresa, o

grau de endividamento e o índice *book-to-market* e como variáveis independentes, concluímos que a regressão não poderia ser aceita como estaticamente significativa.

Enquanto o resultado do efeito da multicolinearidade mostrou que, exceto as variáveis Transparência e Tamanho da empresa, todas as outras tratadas duas a duas permitem deixar rejeitar a hipótese nula de ausência de multicolinearidade.

Portanto, os resultados desse estudo não permitem afirmar que, no Brasil, no período estudado e com base nas variáveis analisadas, um maior grau de transparência impactou na redução significativa do Custo do Capital Próprio. Um fator que pode influenciar nessa conclusão, é o fato de que as variáveis Custo do Capital Próprio e o nível de transparência não podem ser mensurados ou diretamente observáveis. Ressaltando-se que o resultado final depende da escolha das proxys adequadas a essas duas variáveis.

As autoras Botosan e Plumlee (2002), em sua pesquisa, também concluíram que uma maior Transparência não estava associada ao menor Custo de Capital Próprio.

Uma consideração importante de ser feita é que o fato de algumas empresas obterem uma nota alta no questionário que buscou mensurar a transparência.

Ressalta-se que por algumas empresas terem alcançado uma nota alta na soma das respostas do questionário, não necessariamente, elas tenham qualidade nas informações fornecidas, pois, não significa obrigatoriamente que mais informação seja sinônimo de boa informação.

Espera-se que esse trabalho e os elementos aqui apresentados tenham contribuído pra a discussão do tema, por ter sido realizado recentemente e por ter empregado meios diferentes das pesquisas já realizadas aqui no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALENCAR, Roberta Carvalho; Lopes, Alexsandro Broedel. **Custo do Capital Próprio e Nível de Disclosure nas Empresas Brasileiras**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. Anais... Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/163.pdf>. Acesso em: 06/04/2006.

ANDRADE, Adriana de; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE, Marlene A. *A re-examination of disclosure level and the cost of Equity Capital*. **Journal of Accounting Reserch**. CIDADE, v. 40, n. 1, p. 21-40, Mar. 2002.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. *Transparence, financial accouting information, and corporate governance*. **Economic Policy Review**. New York, v. 9, n. 1, p. 65-87, Abr. 2003.

CLAESSENS, S. et al. *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings*. **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CORRAR, L.; THEÓPHILO, C. R. **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração: contabilometria**. São Paulo: Atlas, 2004.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

FRANCIS, Jere R. et al. *Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and the effect on cost of capital. Working Paper Series, Social Science Research Network*, 2003. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456900. Acesso em: 11/07/2006.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira.** 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature.* **Journal of Accounting and Economics.** Holanda do Norte, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, Set. 2001.

IBGC. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>. Acesso em: 04/04/2006.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.* **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, Oct, 1976.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

OCDE. **Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades.** 2004. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>. Acesso em: 11/04/2006.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa.** São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes da relação com o desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Herbe P. **Internacionalização e custo de capital das empresas brasileiras: análise do impacto da emissão de american depository receipts.** São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

TAPSCOTT, Don; TICOLL, David. **A empresa transparente como a era da transparência revolucionará os negócios.** São Paulo: M.Books, 2005.

TRIOLA, Mario F. **Introdução à Estatística.** 9. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

VERRECCHIA, Robert E. *Essays on disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**. Holanda do Norte, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, Dez. 2001.