

Custo de capital de terceiros em empresas do segmento novo mercado de governança corporativa da Bovespa: uma comparação de formas de apuração

Lisia de Melo Queiroz (UFU) - lisiaqueiroz@bol.com.br

Roni Cleber Bonizio (USP - FEA-RP) - rbonizio@usp.br

Marcio Barbosa (CDL) - marcio.barbosa1971@bol.com.br

Resumo:

O presente estudo tem como objetivo verificar se há diferença significativa entre o custo do capital de terceiros (K_i) apurado com base nas Demonstrações Contábeis (DC) e, a partir das informações contidas nas Notas Explicativas (NE) das empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) da Bovespa, além de identificar os fatores que as determinam. Faz-se, assim, uma comparação entre duas formas de apuração do K_i , uma que já é utilizada e outra proposta neste estudo. O segmento NMGC foi escolhido porque as empresas que o compõem comprometem-se a melhorar a qualidade das informações prestadas aos stakeholders. No Teste de Hipóteses realizado, H_0 indica que não há diferenças significativas entre as duas formas de apuração; e H_1 , que há diferenças significativas entre elas. O Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon indicou que há evidência insuficiente contra a hipótese nula, ou seja, não há evidência amostral para afirmar que há diferença entre as duas formas de apuração, (

Palavras-chave: *Custo de capital de terceiros. Formas de apuração. Notas Explicativas.*

Área temática: *Controladoria*

Custo de capital de terceiros em empresas do segmento novo mercado de governança corporativa da Bovespa: uma comparação de formas de apuração

Resumo

O presente estudo tem como objetivo verificar se há diferença significativa entre o custo do capital de terceiros (Ki) apurado com base nas Demonstrações Contábeis (DC) e, a partir das informações contidas nas Notas Explicativas (NE) das empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) da Bovespa, além de identificar os fatores que as determinam. Faz-se, assim, uma comparação entre duas formas de apuração do Ki, uma que já é utilizada e outra proposta neste estudo. O segmento NMGC foi escolhido porque as empresas que o compõem comprometem-se a melhorar a qualidade das informações prestadas aos *stakeholders*. No Teste de Hipóteses realizado, H_0 indica que não há diferenças significativas entre as duas formas de apuração; e H_1 , que há diferenças significativas entre elas. O Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon indicou que há evidência insuficiente contra a hipótese nula, ou seja, não há evidência amostral para afirmar que há diferença entre as duas formas de apuração, ($\alpha = 5\%$). Apesar disso, os valores encontrados permitem levantar algumas suposições acerca das divergências visualizadas: 1 - lançamentos herméticos das receitas e despesas financeiras; 2 - valores operacionais lançados nas despesas financeiras com a permissividade da lei; e 3 - a presença de instrumentos financeiros que interferem no total das despesas financeiras. Contudo, a apuração do Ki pelas NE apresenta-se mais satisfatória que pelas DC, pois eliminam-se as deficiências levantadas, e fornecem aos usuários informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, comparáveis e sobretudo, úteis para a tomada de decisões.

Palavras-Chave: Custo de capital de terceiros. Formas de apuração. Notas Explicativas.

Área Temática: Controladoria

1 Introdução

O custo de capital de terceiros (Ki) é de interesse dos usuários externos, *stakeholders*, pois revela, dentre outros, o nível de risco que a empresa opera. Normalmente, estes usuários não possuem informações internas, e necessitam de informações claramente evidenciadas nos demonstrativos contábeis publicados para que se possa calcular o Ki adequadamente. Esta publicação deve conter informações relevantes e necessárias, mesmo que adicionais à legislação, e é conhecida como evidenciação ou *disclosure*, e garante, a todos os tipos de usuários, informações completas sobre a situação financeira e os resultados da companhia.

A evidenciação de informações contábeis é um dos objetos de estudo neste trabalho, uma vez que no mesmo é realizada uma comparação de duas formas de apuração do Ki a partir das demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas de capital aberto: uma que já é utilizada com frequência e outra proposta neste trabalho, que se vale do nível de transparência de grandes empresas nas informações contidas nas suas Notas Explicativas (NE), e pela qual se busca verificar se há, ou não, divergências nos resultados encontrados em ambas.

Portanto, o estudo justifica-se por oferecer uma contribuição conceitual importante, pois questiona se a evidenciação realizada das despesas financeiras, exigida pela atual legislação, proporciona as informações necessárias para o cálculo do Ki, além de demonstrar uma forma nova de apuração que supre as ineficiências da outra comumente usada.

Considerando o exposto, é apresentado a seguir o problema de pesquisa.

Existe diferença significativa na apuração do custo do capital de terceiros calculado com base nas informações disponibilizadas no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas nas empresas do NMGC da Bovespa?

A resposta a esse problema pode contribuir com a melhora da evidenciação das informações contábeis, visando o atendimento à necessidade dos *stakeholders* no tocante ao custo de capital de terceiros. Assim, adicionalmente, pretende-se relatar as ineficiências percebidas na evidenciação ocorrida nas empresas deste estudo, bem como descrever as dificuldades encontradas na apuração do Ki nas duas formas de apuração.

O objetivo geral deste estudo é: Verificar se, de fato, há diferença significativa ou não entre custo do capital de terceiros calculado com base nas informações disponibilizadas no BP e DRE e a partir das informações contidas nas Notas Explicativas nas empresas do NMGC da Bovespa.

Como complemento, tem-se o levantamento dos seguintes objetivos específicos:

1. Identificar se há divergências entre as duas formas de apuração do Ki analisadas e quais os fatores que as determinaram.
2. Verificar se as exigências de transparência na divulgação das informações aos usuários, exigidas pela legislação atual, são suficientes para o cálculo correto do custo de capital de terceiros.

A estruturação deste trabalho é descrita a seguir. Inicialmente, no capítulo 1, faz-se uma introdução. Em seguida, no capítulo 2, é realizado o referencial teórico sobre o tema de estudo. No capítulo 3, é descrita a metodologia deste trabalho. Em seguida, no capítulo 4, têm-se os procedimentos executados, resultados e análises. Finalmente, no capítulo 5, são apresentadas as considerações finais sobre o estudo, seguido das referências.

2 Referencial teórico

O custo do capital de terceiros no Brasil tem atingido índices elevados e preocupantes para as empresas. Assaf Neto (2003, p. 89) comenta que “as taxas de juros na economia brasileira têm apresentado valores bastante elevados nas últimas décadas, inibindo qualquer tentativa de nossas empresas trabalharem com as taxas livremente praticadas no mercado”. E complementa que as empresas maiores, normalmente, as de capital aberto, conseguem taxas subsidiadas junto ao BNDES, visando contornar, em parte, esta situação. Assim, busca-se antecipar futuras situações que poderão colocar a organização em uma situação financeira desfavorável ou até mesmo impedir sua continuidade.

Saddi (2000) informa que as altas taxas de juros oneram os recursos oferecidos para financiamento às empresas no Brasil. Afirma ter uma “gordura” nesta taxa de juros, e que “As taxas estão elevadas porque há um excesso de custos e tributos sobre a taxa de captação”.

No Brasil, existe a presença simultânea de juros altos para capital de terceiros e taxas subsidiadas pelo governo, como é o caso dos recursos advindos do BNDES. Martins e Assaf Neto (1993, p. 508) lembram que existem “políticas governamentais de incentivo setorial e/ou regional (exemplo: pequenas e médias empresas, apoio a empresas do nordeste, apoio à exportação, crescimento da agricultura, etc.)”. Sendo assim, o Ki exerce um comportamento diferenciado entre as empresas que conseguem captar a taxas baixas ou subsidiadas e aquelas que não conseguem, ou que se esgotaram as possibilidades mais atraentes de captação.

Solomon & Pringle (1980) relatam que, nas empresas, o $K_e \geq K_o > K_i > i$ em que i é a taxa de juros livre de risco (*risk-free*), K_e é o custo do capital próprio, e K_o é o custo de capital próprio, considerando que não há dívidas na empresa. Essa proposição conceitual não

prevê situações específicas como as que acontecem no Brasil, pois, na presença de taxas de juros subsidiados, essa condição pode ser diferente, e o retorno requerido é reduzido.

O retorno requerido pelos proprietários de dívidas da empresa (K_i) é a taxa de juros de mercado que a empresa tem que pagar, o qual está contido nas despesas financeiras, e melhor explicado nas Notas Explicativas (NE). Nesse sentido, este trabalho propõe uma nova forma de apuração do custo de capital de terceiros, tomando como base as informações contidas nas NE das Demonstrações Contábeis. Vários autores, ao longo dos anos, vêm propondo formas de apuração diferenciadas para o custo do capital de terceiros, além de explicar o uso.

Assaf Neto (2008), em consonância também com Van Horne (1973), considera que o K_i deve ser apurado após a respectiva dedução do Imposto de Renda (IR), deduzindo-se seu custo final. O conceito apresentado pelo autor pode ser visualizado na equação 1:

$$\text{Equação 1} \quad K_i(\text{após IR}) = K_i(\text{antes IR}) \times (1 - IR)$$

Assaf Neto (2008) apresenta uma outra fórmula, que deriva de Solomon (1977), para encontrar o custo de captação líquido do Imposto de Renda:

$$\text{Equação 2} \quad K_i = \frac{\text{Despesas financeiras líquidas de impostos}}{\text{Passivo gerador destas despesas}}$$

Assaf Neto (2008) alerta que o benefício fiscal de poder deduzir os encargos financeiros no cálculo do Imposto de Renda é possível somente para as empresas que pagam este tributo, e que apresentam lucro tributável no exercício.

Modigliani e Miller (1963) alegam que é claro o benefício fiscal advindo das dívidas, ou seja, reconhecem que a dedutibilidade das despesas financeiras na apuração dos Impostos é favorável às empresas. Para Brealey e Myers (1992) os pagamentos de juros são considerados como custos e são dedutíveis do resultado tributável. Assim, estes juros reduzem os resultados antes dos impostos, assim, o governo concede este benefício com o uso do endividamento.

Damodaran (2004) relaciona as vantagens e desvantagens do uso de dívidas. Como vantagem o autor, destaca o uso de dívidas produz uma vantagem fiscal, proporcionada pelo aumento das despesas financeiras e conseqüente diminuição no lucro tributável. Como desvantagem ele destaca o uso de dívidas na estrutura de capital aumenta o custo de falência e reduz a flexibilidade para levantar financiamentos adicionais posteriores, pois compromete sua capacidade de pagamento. Damodaran (2004) utiliza-se do mesmo conceito utilizado por Van Horne (1973) para o cálculo do K_i , em que o custo da dívida, após a dedução do imposto, é calculado pela taxa de juros da dívida, excluindo-se o efeito dos impostos.

Bonizio (2005) apurou o K_i pela divisão das despesas financeiras líquidas dos impostos (IR e Contribuição Social) pelo passivo oneroso médio (de curto e longo prazo).

Esta última forma de apuração do K_i , que é uma vertente de outras demonstradas anteriormente, é utilizada neste estudo. Sendo assim, é fundamental entender os itens que compõem o seu cálculo. O K_i é composto de: (i) passivo oneroso de curto e longo prazo, e também, (ii) despesas financeiras. Para realizar os cálculos necessita-se destes valores claramente evidenciados para a realização dos cálculos necessários a este estudo.

2.1 Passivo oneroso

Para Assaf Neto (1997), o passivo oneroso é o gerador de encargos financeiros. Ele surge naturalmente com a atividade operacional da empresa. O passivo oneroso, item essencial deste trabalho para o cálculo do K_i , é divulgado nos sites da CVM e Bovespa de forma padronizada, nos seguintes formulários periódicos: (i) Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, (ii) Informações Anuais – IAN, e (iii) Informações Trimestrais – ITR.

Nesses formulários, estão segregados os valores de financiamentos e debêntures, no passivo circulante e no passivo não circulante em atendimento à Deliberação CVM Nº 488/2005. Caso que se repete no banco de dados Economática®. Nas Notas Explicativas constantes destas empresas são evidenciados os valores constante dos Passivos Onerosos, bem como outras informações como prazo de vencimento, taxa de juros, etc.

2.2 Evidenciação da despesa financeira

A evidenciação, também conhecida como *disclosure*, não devem se restringir ao que é exigido pela legislação, pois a empresa transparente obtém benefícios advindos da globalização, como observado em estudos acadêmicos. Para Camargos e Barbosa (2006, p. 3): “[...] as exigências de *disclosure* que a empresa se compromete a cumprir resultam no aumento da sua visibilidade internacional, no acesso a fontes de financiamento com custos menores, o que representa uma sinalização positiva para os investidores.

Entre as pesquisas internacionais, com a evidenciação e o custo de capital de terceiros, destacam-se a de Sengupta (1998) e a de Mazundar e Sengupta (2005). Na primeira, o pesquisador, por meio de estudos empíricos, comprovou que as empresas com altos níveis de *disclosure* apresentaram um baixo custo de capital de terceiros. Na segunda pesquisa, os pesquisadores analisaram o Ki de 173 empresas que pediram empréstimos em bancos, no período de 1989 a 1993, e, nesse período, o custo de capital de terceiros (via empréstimos bancários) possuiu uma associação negativa com um índice de *disclosure* encontrado pelos pesquisadores. Sendo assim, as companhias com ganhos constantemente altos por *disclosures* voluntárias pagam juros mais baixos nos contratos de dívida (empréstimos bancários).

Freqüentemente, as empresas brasileiras enfrentam o desafio de definir o nível de *disclosure* adequado de modo a otimizar suas relações com os agentes de mercado, investidores e órgãos reguladores e obter custos adequados de divulgação das informações. (NAKAMURA *et al*, 2006). Os pesquisadores informam que a política de *disclosure* adotada pelas empresas está diretamente relacionada aos seus custos de financiamento.

Francis, Khurana e Pereira (2003) estudaram empresas de 34 países, com o objetivo de verificar a relação entre nível de *disclosure* voluntário fora dos EUA e a necessidade de financiamento externo. Além de verificarem uma correlação positiva entre as duas variáveis, também perceberam que as firmas com maior nível de *disclosure* têm menor custo de capital. Sendo assim, as empresas que dependem de financiamento externo possuem uma política de evidenciação voluntária expandida, não se limitando a evidenciar somente o que está na legislação. E isto proporciona um baixo custo de financiamento externo. Demonstra, portanto a importância global de evidenciação voluntária ganhando acesso para abaixar o Ki.

As leis e regulamentações no Brasil são omissas na exigência de evidenciação das despesas financeiras e outras informações que permitem o cálculo correto do custo de capital de terceiros. A Lei 6.404 (1976), artigo 176 (Brasil, 1976), traz, no *caput*, que, no final de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as demonstrações financeiras que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício. No mesmo artigo da referida lei, o § 5º, alínea “e”, determina que as Notas Explicativas deverão indicar a taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações a longo prazo. Porém isto não é estendido às obrigações de curto prazo, pois se deduz que elas são decorrentes das obrigações de longo prazo. Ressalta-se que a lei não deixa claro que é necessário colocar estes itens separadamente para cada passivo oneroso, podendo, com isso, abrir margem para que as empresas possam listar estas informações nas NE, sem correlacioná-las ao seu passivo gerador.

De acordo com a Deliberação nº. 488 (2005), artigo 63, a CVM complementa que, em relação ao empréstimo classificado como passivo circulante, se os eventos descritos a seguir

ocorrerem dentro do período compreendido entre as datas do balanço e a da autorização para conclusão da elaboração, esses eventos deverão ser divulgados em Nota Explicativa: (a) houve refinanciamento em bases de longo prazo; (b) a entidade eliminou ou retificou a causa do descumprimento da cláusula contratual; e (c) a entidade obteve do credor um prazo superior a 12 meses para corrigir a causa do descumprimento da cláusula contratual.

Já, em relação à evidenciação das despesas financeiras, a Lei 6.404 (Brasil, 1976), artigo 187, item III, determina que a demonstração de resultado do exercício discriminará as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais. Assim sendo, não deixa clara a limitação de possíveis evidenciações herméticas das despesas financeiras, juntamente com as receitas, ou seja, sem a apresentação explícita de cada uma delas.

Iudicibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 432) alertam que:

A prática de lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras, sem as devidas aberturas por suas naturezas, implica grande perda de informações com relação à evidenciação dos custos de financiamento das entidades [...].

De acordo com a Deliberação CVM nº. 488 (2005), artigo 78, alínea “f”, na Demonstração de Resultados do Exercício, devem ser divulgadas, no mínimo, as despesas financeiras, segregadas das receitas financeiras. Além de complementar que as despesas financeiras são originadas dos passivos da entidade, enquanto as receitas financeiras devem, normalmente, corresponder aos ativos da entidade. Assim sendo, deve ser indicado separadamente o valor de cada uma delas, melhorando a evidenciação.

A CVM, Comissão de Valores Mobiliários, em seu Parecer de Orientação nº. 04/1979, item 8, já esclarecia que as Notas Explicativas previstas no artigo 176, § 5º, são consideradas como um mínimo que a companhia aberta deve seguir, e deverá elaborar outras que forem necessárias ao esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. No subitem 5, do mesmo Parecer, orientava que, nas Notas Explicativas referentes às obrigações de longo prazo, devem constar, além das taxas, vencimentos e garantias das obrigações, “[...]a moeda em que as obrigações foram contraídas, se estão sujeitas à correção monetária, assim como juros, prazos, garantias e outras informações julgadas de interesse”. Em consonância, o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006 reafirma que, as Notas Explicativas das obrigações de longo prazo, devem conter: as taxas de juros, as datas de vencimento, as garantias, a moeda e a forma de atualização das obrigações de longo prazo.

As Notas Explicativas, que integram as demonstrações contábeis, devem apresentar informações quantitativas e qualitativas, de maneira ordenada e clara, para que seja exaurida a capacidade de comunicar aspectos relevantes do conteúdo apresentado nas demonstrações. (OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006).

Em complemento, a CVM, por meio da Deliberação nº. 488 (2005), artigo 82, determina que as Notas Explicativas às demonstrações contábeis de uma entidade devem:

- a) apresentar informações sobre a base de preparação das demonstrações contábeis e das práticas contábeis específicas selecionadas e aplicadas para transações e eventos significativos;
- b) divulgar as informações exigidas pelas práticas contábeis adotadas no Brasil que não estejam apresentadas em nenhum outro lugar das demonstrações contábeis;
- c) fornecer informações adicionais que não são indicadas nas próprias demonstrações contábeis consideradas necessárias para uma apresentação adequada.

Além disso, a CVM, por meio da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), orienta as companhias abertas sobre a necessidade de transparência, coibindo a assimetria de informação. Em seu Ofício-Circular/CVM/SEP/nº. 001/2007, determina que:

Por meio deste expediente, a SEP pretende fomentar a divulgação das informações societárias de forma coerente com as melhores práticas de governança corporativa, visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como minimizar eventuais desvios e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e aplicação de multas cominatórias e de penalidades.

Nota-se, então, que a evidenciação (*disclosure*) é um dos objetivos básicos da Contabilidade no Mercado de Capitais, para que se possa garantir a todos os tipos de usuários as informações completas e confiáveis sobre a situação financeira e os resultados da companhia. E estas informações são necessárias para a nova forma de apuração do custo de capital de terceiros proposta neste estudo, haja vista que a mesma se necessita desta evidenciação efetuada de forma mais completa.

3 Metodologia

3.1 Metodologia sob o ponto de vista de método de pesquisa

Neste estudo, sob o ponto de vista de metodologia de pesquisa, o trabalho classifica-se em pesquisa descritiva, que, para Richardson (1999, p. 66), são estudos realizados quando se deseja descrever as características de um fenômeno. Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 61) afirmam que “a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los”.

Ainda sob o ponto de vista de metodologia de pesquisa, este estudo classifica-se também como uma pesquisa documental. Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 62), na pesquisa documental, “são investigados documentos com o propósito de descrever e comparar usos e costumes, tendências, diferenças e outras características. As bases documentais permitem estudar tanto a realidade presente como o passado, com a pesquisa histórica”, visto que a pesquisa documental é uma das diversas formas da pesquisa descritiva, e complementam que “em síntese, a pesquisa descritiva, em suas diversas formas, trabalha sobre dados ou fatos colhidos da própria realidade”.

Uma das tarefas características da pesquisa descritiva é a coleta de dados. E, neste estudo, buscam-se os dados para se calcular o Ki no Brasil, para as empresas que aderiram ao segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa, pelas formas de apuração baseadas na publicação das demonstrações contábeis, nos períodos de 2001 a 2005.

3.2 Metodologia sob o ponto de vista dos procedimentos adotados

Para se calcular o custo de capital de terceiros no Brasil, foi realizada a coleta de dados em várias fontes, via internet. São elas: (i) CVM – Comissão de Valores Mobiliários; (ii) Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo; (iii) Economática® - Banco de Dados de Software; e (iv) No site das empresas pesquisadas.

Com os dados apurados das mesmas empresas nas duas formas de apuração, realiza-se um teste estatístico, Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon, visando verificar se há diferenças significativas entre os dados amostrais de ambas ou não.

As hipóteses da pesquisa são: (i) hipótese nula (H_0): não há diferença significativa entre os valores das duas formas de apuração; e (ii) hipótese alternativa (H_1): há diferença significativa entre elas. Sendo assim as hipóteses ficam representadas da seguinte forma:

- H_0 : $\mu_1 = \mu_2$ (indica que não há diferença entre os dados amostrais);
- H_1 : $\mu_1 \neq \mu_2$ (indica que há diferença entre eles).

Para o tratamento estatístico dos dados, utilizou-se o pacote estatístico SPSS, com a aplicação do teste de hipótese conhecido como Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon (TPSW), indicados por Triola (1999) e Stevenson (2001), usado para se analisar as diferenças entre dados amostrais emparelhados (amostras dependentes), levando-se em conta os valores destas diferenças. Para Larson e Farber (2004, p. 314), “As duas amostras são dependentes se cada membro de uma amostra corresponder a um membro da outra”. Isso se verifica neste estudo, pois são informações das mesmas empresas calculados de maneiras diferentes.

Para Triola (1999), quando se trabalha com duas amostras dependentes, as estatísticas disponíveis são: (i) teste paramétrico: Teste t ou Teste z; e (ii) teste não-paramétrico: Teste dos Sinais ou Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon. Segundo Triola (1999) os testes paramétricos possuem maior eficiência que os testes não-paramétricos, porém aqueles exigem suposições sobre a natureza ou forma da população envolvida, já estes não dependem de tais exigências. Uma das exigências dos testes paramétricos é a da distribuição normal para as amostras. Realiza-se para isto um teste estatístico no SPSS, *kolmogorov-Smirnov*.

Como nem todas as amostras apresentam distribuição normal é utilizado um teste não-paramétrico e optou-se pelo Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon (TPSW) que apresenta maior eficiência. (TRIOLA, 1999). Este teste é realizado visando retirar informações que possibilitem concluir o teste de hipótese do presente estudo.

Este estudo realiza-se com as companhias de capital aberto do Brasil que comercializam suas ações na Bovespa, especificamente no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa (NMGC) e é considerado o universo desta pesquisa.

Porém, neste estudo, foram eliminadas as empresas financeiras e seguradoras, que são reguladas pelo Banco central, e por possuírem demonstrativos contábeis diferenciados dos demais, e devido à natureza de seu negócio que não são objetos deste estudo.

Também foram eliminadas as organizações que possuíam saldos nulos (zero) nas contas do passivo oneroso em mais de um exercício social seguido. As empresas recém-criadas, bem como aquelas que não possuem os cinco anos de demonstrações publicadas, inclusive as demonstrações trimestrais, também foram retiradas da amostra, pois não possuíam todas as informações publicadas para que se pudesse realizar o cálculo do Ki no período. Assim, a amostra ficou composta de 10 empresas do NMGC.

Com relação ao tipo de amostragem, no estudo, utiliza-se o método não probabilístico, ou seja, não é obtida ao acaso e sem se conhece a probabilidade de que um elemento compoñha a amostra; e, por julgamento, pois a população de estudo é composta por empresas listadas na Bovespa, do NMGC, selecionadas para atender ao objeto do presente estudo.

Neste grupo, NMGC, estas empresas comprometem-se, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Sendo assim, devem ampliar os direitos dos acionistas, melhorar a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, entre outros benefícios, os quais são melhores expostos no item a seguir. Portanto, nesta amostra inicial, as informações coletadas dos Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado do Exercício deveriam conter os dados que possibilitem ao usuário externo o cálculo correto do custo de capital de terceiros.

4 Procedimentos executados, resultados e análises

4.1 Procedimentos Executados nas Duas Formas de Apuração do Ki

Neste estudo, tem-se como objetivo calcular o Ki por duas forma de apuração. O primeiro cálculo é feito a partir das informações contidas no BP e na DRE. Este cálculo, segundo Bonizio (2005), é realizado por meio da divisão das despesas financeiras líquidas pela soma dos passivos onerosos médio de curto e longo prazo, visualizado na equação 3.

$$\text{Equação 3} \quad K_i = \frac{\text{Despesas financeiras líquidas}}{\text{POCP médio} + \text{POLP médio}}$$

Sendo assim, nesta forma de apuração, as despesas financeiras líquidas são calculadas pelo valor encontrado na conta de despesa financeira do período de análise, retirando-se a alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social de 34%. O passivo oneroso de curto prazo (POCP) médio é encontrado no BP, no grupo do passivo circulante, e é representado pela média dos saldos de empréstimos e financiamentos, títulos e debêntures dos períodos.

O passivo oneroso de longo prazo (POLP) médio é encontrado no grupo de passivo não circulante, também no BP, pela média dos saldos das mesmas contas do circulante, porém com vencimento superior a um ano. Os valores médios do POCP e POLP são encontrados, calculando-se a média dos saldos dos trimestres do respectivo período. Assim sendo, na análise do ano de 2005, por exemplo, são somados os saldos do último trimestre de 2004, e os dos quatro trimestres de 2005, e divididos por cinco, para se encontrar o valor médio do passivo oneroso, tanto no curto quanto no longo prazo.

Desta forma, calcula-se o K_i das 10 empresas que compõem a amostra pela forma de cálculo apresentada na equação 3, dada anteriormente. São elas: Sabesp, Company, Cyrela, Embraer, Gafisa, Renner, Perdigão, Rossi, São Carlos e Tractebel. As quais possuem todos os balanços anuais e trimestrais do período analisado, de 2001 a 2005. É importante frisar a necessidade da publicação dos balanços trimestrais que, como visto, é uma das regras do segmento NMGC, pois, sem a divulgação destes, o cálculo do K_i pode tornar-se distorcido pela forma de apuração do BP e DRE, uma vez que o cálculo será feito somente pelos passivos onerosos dos balanços anuais.

Com as 10 empresas selecionadas, também realiza-se o cálculo do K_i pela segunda forma de apuração (NE), e depois compara-se com o K_i na primeira forma de apuração (BP e DRE). Para tanto, são extraídas as informações de empréstimos e financiamentos, bem como debêntures, contidas nas Notas Explicativas das mesmas. Este cálculo, proposto neste trabalho, é exemplificado na ilustração 1, com dados contidos nas Notas Explicativas de uma empresa (Company S.A. do ano de 2001).

Tipo	R\$	% T	Custo	Custox% T
Financ. Cta Garantida	6.683,00	14,9%	19,56%	2,9%
Sist. Financ. Habit.	11.870,00	26,4%	15,15%	4,0%
Debêntures	26.404,00	58,7%	24,01%	14,1%
	44.957,00	100,0%	Ki bruto	21,009%
			Ki líq.	13,866%

Ilustração 1. Exemplo de informações extraídas das Notas Explicativas

Pode-se visualizar, na ilustração 1, o valor de cada passivo oneroso, o percentual que este representa sobre o total (%T), o custo de cada um deles (Custo), o custo que cada um representa (Custo x %T) no custo de capital de terceiros (K_i) bruto e, por fim, o K_i líquido é encontrado, descontando-se o Imposto de Renda de 34%.

A evidenciação de todos os dados nas demonstrações contábeis é imprescindível para o correto cálculo do k_i . A partir da análise minuciosa das NE das empresas pesquisadas, as informações encontradas foram: (i) Os vários tipos de empréstimos e financiamentos; (ii) Os valores de cada um destes; (iii) As formas de atualização (correção monetária, variação cambial etc); (iv) Taxas de juros; (v) Datas de vencimentos; (vi) Os mesmos dados para as

debêntures; (vii) Despesas financeiras segregadas das receitas financeiras. Informações estas necessárias para se obter maior acurácia dessa forma de apuração do Ki.

Porém elas não são encontradas no mesmo padrão em todas as empresas e, por vezes, algumas empresas não possuíam todos os dados claramente evidenciados. Diante disso, quando se encontrava algum empréstimo numa empresa e que não era evidenciado, a taxa de juros, por exemplo, era realizada uma média aritmética das taxas de juros de outros empréstimos da mesma empresa no mesmo período, para suprir a informação não encontrada. E, assim, realizava-se o cálculo do Ki conforme ilustração 1.

Com estas informações e o Ki apurado sob as duas formas de apuração, é realizada a estatística TPSW para duas amostras dependentes. A metodologia, extraída de Triola (1999) e Stevenson (2001), utiliza-se dos postos dos dados amostrais, compostos de pares combinados, que considera o tamanho das diferenças dos pares. Como esse teste considera o tamanho das diferenças (d), ele leva em consideração justamente a diferença apresentada entre as duas formas de apuração em cada período, para cada empresa. A estatística do teste utilizada é:

Equação 4	$z = \frac{T - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}}$
-----------	-------------------------------------------------------------------

Onde:

→ T: é o menor valor da soma dos valores absolutos dos postos negativos das diferenças d não-nulas, ou da soma dos postos positivos das diferenças d não-nulas; e

→ n: é o número de pares de dados para os quais a diferença d não é zero.

Para analisar o resultado fornecido pelo teste, é verificado o valor- P (*Asymp. Sig.*) ou valor de probabilidade que, segundo Triola (1999, p. 180), “é a probabilidade de obter um valor da estatística amostral de teste no mínimo tão extremo como o que resulta dos dados amostrais, na suposição de a hipótese nula ser verdadeira”. Sendo assim, se o valor- P apresentado for superior a 0,05, há evidência insuficiente contra a hipótese nula, ou seja, não se deve rejeitar a hipótese nula ao nível de significância (α) de 5%. Caso contrário, há evidências muito fortes contra a hipótese nula, ou seja, a mesma deve ser rejeitada.

Inicialmente, visando analisar se as séries de dados provinham de uma distribuição normal, um pressuposto essencial na estatística paramétrica, foi utilizado o teste de *Kolmogorov-Smirnov (KS)* aliado ao *Shapiro-Wilk (SW)*, que aparece sempre que as amostras forem inferiores a 50, visando testar esta normalidade. Segundo Pestana e Gageiro (2003, p. 247), “O teste *Kolmogorov-Smirnov* de aderência à normalidade serve para analisar o ajustamento ou aderência à normalidade da distribuição de uma variável [...]”. Como o nível de significância (α) utilizado no estudo é de 5%, o resultado (Sig.) do *KS* e *SW* deve ser maior do que 0,05 para terem distribuição normal. Como nem todas apresentam normalidade, ou seja, nem todas possuem um resultado (Sig.) acima de 0,05, optou-se pelo TPSW (não-paramétrico) que não tem esta exigência. Assim, com o resultado do teste responde-se aos testes de hipóteses, tem como objetivo rejeitar ou não rejeitar a hipótese nula deste estudo.

4.2 Resultados e Análise dos Resultados das Duas Formas de Apuração

4.2.1 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Demonstrações Contábeis

Antes da apresentação dos resultados, dos cálculos do Ki pelas Demonstrações Contábeis (BP e DRE), destaca-se que, de 2001 a 2005 houve oscilação nas moedas estrangeiras, se comparadas ao Real. Isto impactou diretamente as dívidas nestas moeda

fazendo com que as duas formas de apuração também acompanhasse essa oscilação já que, 9, das 10 empresas, possuem dívidas em outras moedas em pelo menos um ano desse período analisado. De 2001 e 2002 a moeda brasileira se desvalorizou perante outras moedas e, de 2003 a 2005, o Real se valorizou perante as mesmas, como pode ser visto no quadro 1.

Taxa de câmbio em relação a R\$ 1,00	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03	31.12.04	31.12.05
Dólar Americano	1,95540	2,32040	3,53330	2,88920	2,65440	2,34070
Euro	1,84173	2,06363	3,70120	3,65059	3,61949	2,76905
Iene japonês	0,01708	0,01771	0,02978	0,02701	0,02594	0,01983

Fonte: Banco Central do Brasil (2007)

Quadro 1 – Taxas de câmbio

O quadro 1 mostra as taxas de câmbio de importantes moedas internacionais que foram utilizadas neste estudo, ou seja, as empresas estudadas possuem dívidas internacionais indexadas a essas moedas. Estas variações do Real explicam as variações, positivas e negativas, conforme gráfico 1, calculado com base nas informações extraídas do BP e DRE.

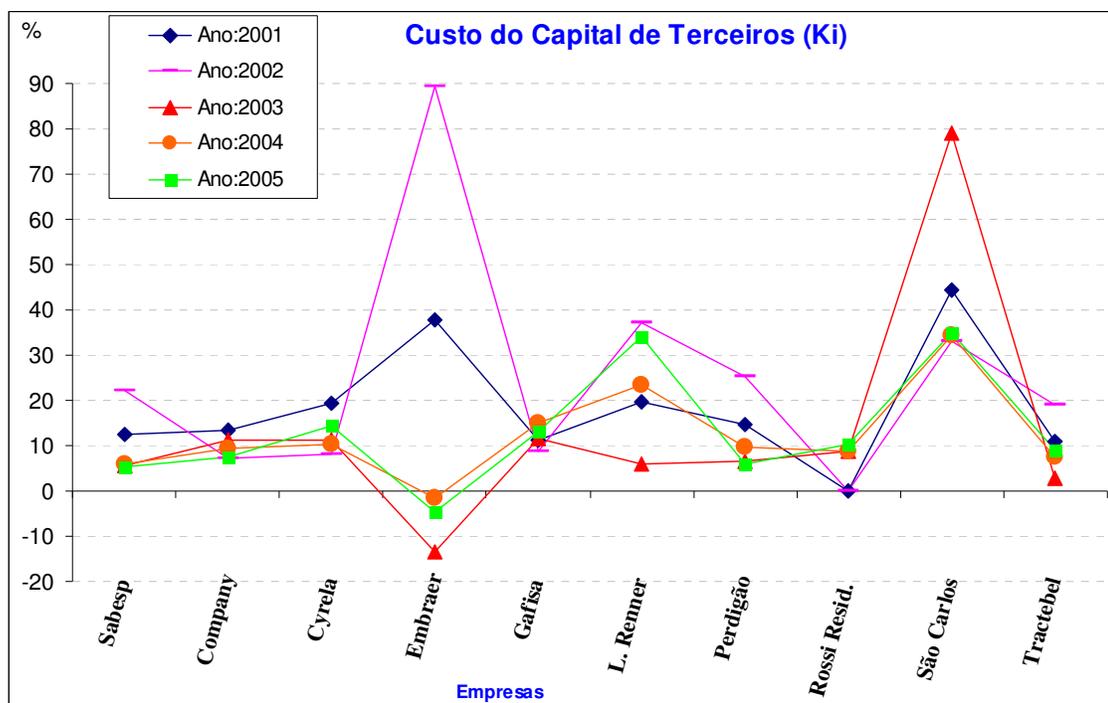


Gráfico 1. Custo do Capital de Terceiros com base no BP e na DRE nos 5 anos

No gráfico 1 pode-se notar que algumas empresas apresentaram valores elevados em alguns anos. Como exemplo, pode-se citar a empresa Embraer, no ano de 2002, e São Carlos, no ano de 2003. Este fato ocorreu devido às variações cambiais ocorridas nos anos de 2001 e 2002, como já exposto no quadro 1. Fato este que registrou uma alta no Dólar em 2001, de 18,67%, e de 52,27%, em 2002, que regrediu em 2003 e nos anos seguintes.

4.2.2 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros pelas Notas Explicativas

Nesta seção, realiza-se o cálculo do Ki pelas NE, vale ressaltar que as oscilações em outras moedas comparadas ao Real, vistas no quadro 1, também são observadas nesta

metodologia, como observado nas NE das empresas: Perdigão, Embraer e Sabesp, nos anos de 2003 a 2005. Assim, foram analisadas as NEs das 10 empresas no intuito de extrair as informações referentes ao passivo oneroso e seus custos, incluindo, juros e correções.

Há de se relatar que algumas empresas não evidenciam claramente as informações referentes ao passivo oneroso da entidade, visto que, por vezes, encontravam-se empréstimos e financiamentos sem a correta taxa de juros e/ou correção monetária. Neste caso, a solução encontrada foi de fazer uma média dos juros e/ou correção monetária dos outros passivos onerosos, da mesma empresa e, no mesmo período. Os valores encontrados no Ki destas empresas, de acordo com esta forma de apuração, encontram-se condensados no gráfico 2.

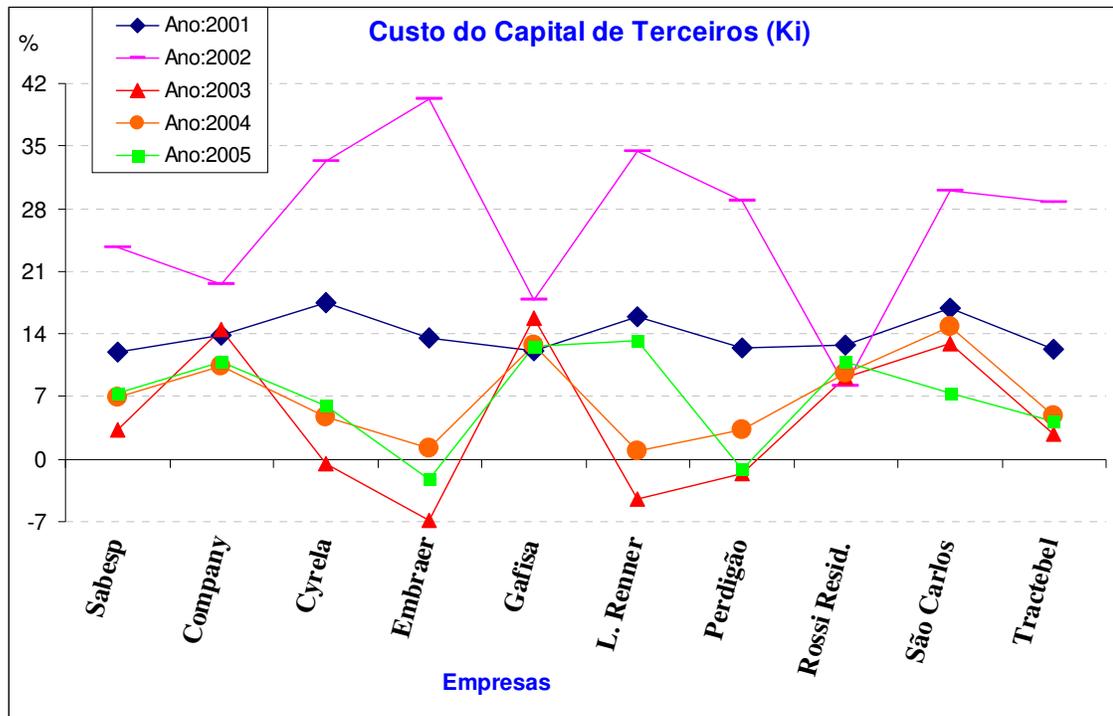


Gráfico 2. Custo do Capital de Terceiros com base nas NE nos 5 anos

Pode-se visualizar, no gráfico 2, que o eixo y, Ki, diminuiu consideravelmente. Nota-se, que no gráfico 1, o Ki chega a atingir o patamar de 90% e, no gráfico 2, não ultrapassa 42%, haja vista que os valores maiores encontram-se, normalmente, no ano de 2002, em que houve uma forte desvalorização do Real perante as outras moedas. Mostra-se então um gráfico mais homogêneo do que o anterior. Outro ponto a salientar é que nesta forma de apuração não existe nem Ki de valor igual a zero, pois se elimina o efeito de lançamentos herméticos de despesas com receitas financeiras. Contudo, neste gráfico, aumentaram-se as ocorrências de Ki negativo, devido à oscilação da variação cambial.

4.3 Comparação dos Resultados

Faz-se, nesta seção, uma comparação das duas formas de apuração, no intuito de analisar as diferenças encontradas no resultado do cálculo do custo de capital de terceiros. São realizados os testes estatísticos, considerando-se cada ano da pesquisa. No teste, de *Kolmogorov-Smirnov* aliado ao *Shapiro-Wilk*, os cálculos encontrados acusaram quem nem todas as séries apresentaram distribuição normal, ou seja, Sig. acima de 0,05.

No Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon (não-paramétrico), que não exige normalidade das séries, em todos os anos, o valor-*P* (*Asymp. Sig.*) apresentou valores acima

de 0,05, indicando que não há evidência amostral suficiente para apoiar a hipótese alternativa, ou seja, não se deve rejeitar a hipótese nula ao nível de significância de 5%.

Com este resultado, e de acordo com Triola (1999), não há evidência suficiente para garantir a rejeição da afirmação de que as empresas pesquisadas do segmento NMGC da Bovespa, as quais estão sujeitas aos critérios rígidos de transparência para estarem neste grupo, não possuem diferenças significativas entre o valor obtido no cálculo do Ki pelas informações disponibilizadas no BP e na DRE, e com base nas informações disponibilizadas nas Notas Explicativas.

5 Considerações finais

Este estudo teve por finalidade analisar se há diferenças significativas entre duas formas de apuração do custo de capital de terceiros. A primeira, que se utiliza de informações contidas no Balanço Patrimonial (passivo oneroso) e na Demonstração do Resultado do Exercício (despesas financeiras) e, a segunda, que se utiliza de informações de empréstimos e financiamentos contidas nas Notas Explicativas. A pesquisa se deu nas empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa, por possuírem regras rígidas de transparência e adicionais à legislação atualmente em vigor, no período de 2001 a 2005.

O principal objetivo foi o de verificar se há ou não diferenças significativas entre as duas formas de apuração do Ki. Como complemento, o primeiro objetivo específico foi de identificar quais os fatores que as determinaram. E, também, um segundo objetivo específico, o de verificar se as exigências de transparência, na divulgação das informações aos usuários, exigidas pela legislação atual, são suficientes para o cálculo correto do Ki.

Atendendo ao objetivo principal, foi realizado um teste estatístico, Teste de Postos com Sinais de Wilcoxon, o qual confirmou que há evidência insuficiente contra a hipótese nula (H_0), ou seja, não se deve rejeitar H_0 ao nível de confiança de 95%, não havendo, portanto, evidência amostral para afirmar que há diferença entre as duas formas de apuração.

Mesmo o teste de hipótese não obtendo dados suficientes para apoiar a Hipótese Alternativa (H_1), segundo a qual há divergência entre as duas formas de apuração, os estudos realizados nas demonstrações contábeis demonstram algumas suposições acerca das divergências numéricas encontradas, e visualizadas nos gráficos, e assim, destacam-se alguns fatores observados, os quais atendem ao primeiro objetivo específico desta pesquisa.

O primeiro fator é a permissividade da lei 6.404/76 que possibilita o lançamento hermético das despesas e receitas financeiras impossibilitando o cálculo do Ki como visto em uma empresa da amostra (Rossi Residencial S.A.). Um segundo fator, também referente à Lei nº. 6.404/76 consiste em permitir que se aloquem valores operacionais nas despesas financeiras, como é o caso de descontos comerciais. Um terceiro e último fator, é a variação cambial, ocorrida nos anos analisados, que proporcionou uma grande oscilação dos valores das despesas financeiras, bem como no resultado do Ki, das referidas empresas.

Além do que, o efeito da variação cambial é minimizado nas empresas através de instrumentos financeiros como *hedge* e *swap*, como visto nas NE de algumas empresas. O reflexo destes instrumentos de proteção à variação cambial é alocado nas despesas financeiras, aumentando as diferenças entre as duas formas de apuração. Estas divergências impedem que o Ki se torne comparável, tanto com outras empresas sem estes problemas, como impede também a comparação na mesma empresa, em períodos posteriores.

Quanto ao segundo objetivo específico, apesar de a Lei nº. 6.404/76 ser permissiva na evidenciação das informações para o cálculo do Ki, a CVM possui normas claras de evidenciação. Porém, nesta pesquisa, verificou-se que as empresas não atendem a todas as suas normatizações, assim, foram encontradas algumas irregularidades, dentre elas:

○ Lançamentos herméticos das despesas e receitas financeiras na DRE em desacordo com a Deliberação CVM nº. 488 (2005), artigo 78;

○ Não segregação dos juros, variação monetária e cambial nas NE referente ao passivo oneroso de longo prazo, em desacordo com o Ofício-Circular/CVM/PTE nº. 309/1986.

○ Não evidenciação nas NE das taxas de juros em cada tipo de passivo oneroso, e, neste ponto, a Lei nº. 6.404/76, o Parecer de Orientação nº. 04/1979 da CVM e o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006 não são muito claros, abrindo margem para que as empresas possam listar estas informações sem correlacioná-las ao seu passivo gerador.

○ Falta de divulgação de dados trimestrais, o que contribui para distorções apresentados na forma de apuração baseada nas informações contidas no BP e DRE, descumprindo as regras do Novo Mercado de Governança Corporativa, bem como da CVM.

○ Falta de preocupação com o aumento do nível de *disclosure*, visando diminuir a assimetria de informações, mesmo que adicionais, descumprindo as regras do NMG, Deliberação nº. 488 (2005) artigo 82, Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº. 01/2006.

Assim, nota-se que há normatizações que direcionam o nível de evidenciação adequada para o cálculo do Ki, porém verificou-se que nem todas as empresas as cumprem. Assim, compete aos *stakeholders* requererem das empresas um maior nível de *disclosure* da informação contábil, visando atender às necessidades de transparência das ações da empresa.

Por outro lado, é de responsabilidade dos órgãos governamentais normatizarem a evidenciação, desenvolvendo uma legislação capaz de fornecer informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, úteis para a tomada de decisões e, sobretudo, que permitam comparações em vários períodos e com várias empresas para direcionar os gestores na prestação de contas. Além de normatizar, precisam também cobrar o cumprimento da lei, e autuar e penalizar aquelas que estão descumprindo o que é determinado.

Há que se destacar, também, que é responsabilidade da academia colaborar com estudos que forneçam contribuições à atual legislação brasileira, no intuito de dar maior transparência às informações contábeis, em atendimento às necessidades de todos os *stakeholders*, bem como ao atendimento às tendências de *disclosure* do mercado global.

Constatou-se que as empresas brasileiras não obedecem a um padrão na evidenciação dos valores de empréstimos e financiamentos, bem como da segregação das despesas financeiras nas Notas Explicativas. Estas condensam ao máximo as informações ali contidas e deixam de fornecer aquelas essenciais ao usuário, como data de retirada e vencimento do empréstimo, carência, e até os indexadores e taxas de juros em alguns empréstimos.

Estes fatores, de certa forma, dificultaram o estudo sob a nova forma de apuração. Entretanto, com as pressões do mercado e dos órgãos normativos por uma maior transparência nas ações empresariais, bem como alterações na lei, no intuito de eliminar os entendimentos diferentes, essas dificuldades tendem a ser minimizadas.

Em suma, como o objetivo das características qualitativas da informação contábil é fornecer informações compreensíveis, relevantes, confiáveis, permitindo comparações e, que sejam úteis para a tomada de decisões, nota-se que o cálculo do Ki pelas NE apresenta-se mais satisfatório, apesar das limitações encontradas, e a estatística utilizada não comprová-la.

Pretende-se que este trabalho encoraje os *stakeholders* a realizar a apuração do Ki pelas informações contidas nas Notas Explicativas, expurgando efeitos indesejados da atual forma de apuração (BP e DRE) e a cobrar maior transparência das grandes corporações.

Novos estudos são necessários, sobretudo com amostras maiores, no intuito de apurar divergências que sejam capazes de serem estatisticamente comprovadas, de preferência, além de averiguar, em futuros períodos, se os níveis de *disclosure* têm aumentado.

Referências

ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras. **Cadernos de Estudos/ FIPECAFI**, São Paulo, v. 16, p. 9-25, jul./dez. 1997. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad16/a_dinamica_certo.pdf>. Acesso em: 22 maio 2007.

_____. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil**: uma aplicação prática. 2003. 202 f. Tese (Livre Docência) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.

_____. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Empresas – Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>>. Acesso em: 03 jan. 2007.

BONIZIO, Roni Cleber. **Análise da sensibilidade do valor econômico agregado**: um estudo aplicado nas empresas de capital aberto no Brasil. 2005. 115 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, 17 dez. 1976.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Taxas de câmbio**. 2007. Disponível em: <<http://www5.bcb.gov.br/pec/taxas/port/PtaxRPesq.asp?idpai=TXCOTACAO>>. Acesso em: 03 abr. 2007.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed. Tradução H. Caldeira Menezes; J. C. Rodrigues da Costa. Portugal: McGraw-Hill, 1992. .
CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Emissão de ADRs, retorno acionário anormal e o comportamento das ações no mercado doméstico: evidências empíricas. In: ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006. CD-ROM.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Legislação e Regulamentação**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 05 jan. 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas**: teoria e prática. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FRANCIS, Jere R. KHURANA, Inder K. PEREIRA, Raynolde. Global evidence on incentives for voluntary accounting disclosures and the effect on cost of capital. **Social Science Research Network**. Sep. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456900> Acesso em: 08 ago. 2007.
HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. Tradução Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade da sociedades por ações**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LARSON, Ron; FARBER, Betsy. **Estatística aplicada**. Tradução Cyro Patarra. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2004.

LIMA, Gerlando A. S. Franco de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 108 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas em condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1993.

MAZUMDAR, Sumon C.; SENGUPTA, Partha. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial Analysts Journal**, v. 61, n. 3, p. 83-95, 2005.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, p. 433-443, Jun. 1963.

NAKAMURA, Wilson T.; GOMES, Elisabeth A.; ANTUNES, Maria Thereza P.; MARÇAL, Emerson F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006. CD-ROM.

PESTANA, Maria Helena; GAGEIRO, João Nunes. **Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS**. 3. ed. Silabo: Lisboa, 2003.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.
SADDI, Jairo. Notas sobre juros e o custo financeiro Brasil. **RAE Light**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 2-3, out./dez. 2000. Disponível em: < <http://www.rae.com.br/artigos/400.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2007.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-474, out. 1998.

SOLOMON, Ezra. **Teoria da administração financeira**. Tradução José Ricardo Brandão Azevedo. 3. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1977.

SOLOMON, Ezra; PRINGLE, John J. **An introduction to financial management**. 2nd ed. Sta Monica: Goodyear, 1980.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. Tradução Alfredo Alves de Faria. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001.

TRIOLA, Mário F. **Introdução à Estatística**. Tradução Alfredo Alves de Farias. 7. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

VAN HORNE, James C. **Administración Financiera**. Buenos Aires: Ediciones Contabilidad Moderna, 1973.