

A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A REDUÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO MERCADO IMOBILIÁRIO

O CASO DAS EMPRESAS INCLUÍDAS NO NOVO MERCADO DA BOVESPA

Marcio Teixeira da Silva (MSc.)

Oswaldo Luiz Gonçalves Quelhas (Dsc.)

Justificativa do Estudo:

- “Ao lançar suas ações no Mercado as Organizações captam recursos com investidores que emprestam recursos à empresa, com objetivo de obter retornos financeiros, seja através da distribuição de dividendos ou através do aumento do preço da ação para posterior realização de lucros.”
- “Neste sentido, surgem as práticas de governança corporativa possibilitando à empresa melhores desempenhos, não estando ainda muito claro ao mercado como calcular o ganho agregado ou a perda agregada pela ausência de práticas de governança corporativa no preço das ações.”

Situação Problema:

- “A situação problema a ser resolvida através das respostas às questões de pesquisa, é a metodologia para determinação do ganho de valor agregado obtido com a adoção de práticas de Governança Corporativa.”

Objetivo Geral:

- “Determinar o valor agregado das práticas de governança corporativa na precificação de ativos de empresas do Setor de Construção Civil listadas no Novo Mercado através da comparação de seus custos de capital com o de outras companhias listadas nos demais Níveis da Bovespa.”

Objetivos Específicos:

- Verificar associações e correlações entre Custos de Capital de dez diferentes empresas do Setor Imobiliário listadas no Novo Mercado da BOVESPA;
- Determinar um Índice Setorial para as Empresas do Mercado Imobiliário analisando sua performance frente a outros índices já determinados tais como IBOV, INM e ISE;
 - Procurar analisar o Índice Setorial obtido frente à conjuntura atual do Mercado Imobiliário e as perspectivas para o Setor no curto e no médio prazo.

Governança Corporativa:

- Segundo a OCDE (1999) – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, a governança corporativa é definida como um conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, os acionistas, e outras partes interessadas. A governança corporativa também proporciona a estrutura para definição dos objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho da mesma. (ROSENBERG, 2000)

O Brasil e a Governança Corporativa:

- Segundo HALLQVIST apud HERBERT (2003), a governança corporativa no Brasil tem seu início no ano de 1994, quando ele e seus amigos se encontravam para debater sobre os problemas dos conselhos de administração dos quais faziam parte. Como consequência nasceu o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA).
- A Reforma da Lei da S/A (Lei 6406/76) na edição de Lei Federal 10303/01 teve como objetivo maior o fortalecimento do Mercado de Capitais no Brasil, conferindo maior transparência e credibilidade. Na concepção dos autores do projeto aprovado, um mercado acionário verdadeiramente democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam os seus interesses defendidos.

Estudos sobre Governança Corporativa:

- Segundo HANDA e LINN (1993) e COLES et al. (1995) um maior nível de transparência pode reduzir a estimativa de risco e, conseqüentemente, o custo do capital. Tais estudos sustentam que há uma correlação negativa entre o nível de transparência de informações e o custo do capital da empresa.
- CARVALHO (2003) analisou os efeitos do comprometimento com as boas práticas de governança corporativa, verificando o comportamento das ações das empresas que voluntariamente, aderiam ao Novo Mercado ou aos índices diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. O estudo detectou um impacto sobre o valor das ações, aumento do volume de negociação e liquidez.

Estados Unidos	Brasil
Controle pulverizado no mercado, com o controlador tendo menos de 20% da companhia.	Controle concentrado nas mãos do fundador e sua família
Conselho funciona como fiscal da Administração.	Conselhos pouco atuantes. Estrutura familiar presente nos conselhos. Muitos “insiders”. O Conselho é uma extensão da Administração
Maior transparência facilita as relações entre os acionistas e a empresas, possibilitando criação de valor.	Menor transparência prejudica o monitoramento por parte dos minoritários.

Retrato Atual da Governança Corporativa:

- Como conseqüência, as empresas devem ter um melhor desempenho devido a melhores estratégias e, potencialmente, menor custo de capital, além de maior atratividade para os investidores. Para 49% dos entrevistados na pesquisa, é possível criar valor através do aprimoramento das práticas de governança corporativa.

Empresa	Setor	Segmento
Abyara	Imobiliário	Novo Mercado
Brascan Properties	Imobiliário	Novo Mercado
Company	Imobiliário	Novo Mercado
Cyrela Brazil Realty	Imobiliário	Novo Mercado
Gafisa S/A	Imobiliário	Novo Mercado
PDG Realty	Imobiliário	Novo Mercado
Tecnisa	Imobiliário	Novo Mercado
Klabin Segall	Imobiliário	Novo Mercado
Even	Imobiliário	Novo Mercado
Rodobens	Imobiliário	Novo Mercado

Empresa	Setor	Segmento
Lix da Cunha	Construção Pesada	Não listada em Níveis de Governança
Marco Polo	Automotivo	Não listada em Níveis de Governança
JB Duarte	Construção Pesada	Não listada em Níveis de Governança
Sultepa	Construção Pesada	Não listada em Níveis de Governança
Porto Bello	Materiais de Construção	Não listada em Níveis de Governança
Acesita	Siderurgia	Nível 01
João Fortes	Imobiliário	Não listada em Níveis de Governança
Tecnosolo	Engenharia Consultiva	Não listada em Níveis de Governança
Braskem	Petroquímica	Nível 01
Sabesp	Infra Estrutura	Não listada em Níveis de Governança

Pesquisa dos Dados:

- Com a utilização dos bancos de dados da BOVESPA, CVM e Economática foram obtidos dados para o beta doméstico, endividamento e patrimônio líquido utilizados no cálculo do WACC das empresas. Também foram utilizados dados de fechamento dos pregões para cálculo da pontuação do Índice Teórico do Mercado Imobiliário.

Modelo Puramente Doméstico:

- $R_i = R_{fd} + \beta_{di} \times PMRD$

Onde:

- R_{fd} : Taxa Livre de risco doméstica.
- β : Coeficiente obtido através das variações da ação da empresa ou do setor, mediante a variação do índice mais representativo do mercado.
- $PMRD$: Prêmio de risco de mercado doméstico.

- **Modelo Puramente Global:**

- $R_i = R_{fg} + \beta_{gi} \times PMRG + \text{Equalização Inflacionária}$
- Onde:
- R_{fg} : Taxa de Retorno Livre de Risco em dólar.
- β_g : Beta da Empresa em relação ao fator de risco global.
- $PMRG$: Taxa de Risco pelo prêmio global de mercado.
- **Equalização Inflacionária:** Diferencial de Inflação Esperada (Estimativa em reais do custo de capital, considerando a paridade do poder de compra). Pode ser traduzido como sendo a diferença entre a Inflação Brasileira e a Inflação Americana.

- **Modelo Empírico Híbrido:**

- $R_i = R_{fg} + \beta_s \times PMRG + PRB + \text{Equalização Inflacionária}$
- $\beta_s = \beta_g \times [1 + (1 - \tau) \times D/E]$
- Onde:
- R_i - taxa de retorno esperada pelo acionista
- R_{fg} - taxa de retorno livre de risco em dólar
- β_g - beta global do setor sem alavancagem
- $PMRG$ - Expectativa de prêmio pelo risco = taxa de prêmio pelo risco global de mercado
- PRB = Risco Brasil
- $\text{Equalização Inflacionária}$ = diferencial de inflação esperada (estimativa em reais do custo de capital, considerando paridade do poder de compra) = Inflação brasileira – Inflação Americana.

- **Modelo Empírico Híbrido:**

- Como a maioria das empresas ainda não possui um β doméstico calculado, será utilizado o modelo híbrido, alavancando o β global do setor através das informações de relação entre o passivo e o patrimônio líquido das empresas.
- Como o modelo mescla a utilização de um β setorial com dados de alavancagem relacionados ao desempenho de endividamento em relação ao patrimônio líquido, o modelo foi considerado o mais apropriado para a execução de uma pesquisa comparativa envolvendo os aspectos de Custos de Capital e de Governança Corporativa.

- **Tratamento dos Dados:**

- Os custos de capital próprio foram calculados pelo Modelo Empírico Híbrido
- $R_i = R_{fg} + \beta_s \times PMRG + PRB + \text{Equalização Inflacionária}$
- $\beta_s = \beta_g \times [1 + (1 - \tau) \times D/E]$
- Os custos de capital de terceiros calculados com base nas DFP de 2006.
- Com isto, os WACC foram calculados

- **Índice Bursátil do Mercado Imobiliário:**

- $$IMB(t) = IMB(t-1) \times \frac{(\sum_{i=1}^n Q_i \times P_i(t))}{(\sum_{i=1}^n Q_i(t-1) \times P_i(t-1))}$$

- Onde:

IMB (t) = valor do índice no mês t

IMB (t-1) = valor do índice no mês t-1

n = número de ações integrantes da carteira teórica do índice

$Q_i(t-1)$ = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no mês t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos recalcula-se a quantidade disponível em função desta distribuição.

$P_i(t)$ = preço médio da ação i no mês t

$P_i(t-1)$ = preço médio da ação i no mês t-1, ou seu preço “ex-teórico” no caso da distribuição de proventos neste dia.

- **Estudo do Caso:**

- Os custos de capital foram calculados e observou-se que a Carteira das Incorporadoras listadas no Novo Mercado apresentam WACC menor.
 - Muito pouco endividadas (Baixo Custo de Capital de Terceiros);
 - Ofertas públicas muito recentes, passivos muito baixos;
 - Melhor performance também no Custo de Capital Próprio;
 - Empresas com financiamento externo conseguem um WACC com melhor performance, em função do Custo de Capital de Terceiros ser muito menor.

- Carteira das Incorporadoras:**

Empresa	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	WACC
Abyara	12,61%	19,00%	12,61%
Brascan	13,03%	16,20%	12,50%
Company	13,67%	16,50%	12,55%
Cyrela	12,65%	16,38%	12,54%
Gafisa	13,15%	14,00%	12,11%
PDG	13,28%	15,00%	12,25%
Tecnisa	12,68%	17,80%	12,61%
Klabin Segall	12,66%	11,31%	12,32%
Even	13,76%	17,25%	12,76%
Rodobens	14,09%	16,00%	12,40%
Média	13,16%	15,94%	12,46%

- **Carteira das Outras Empresas:**

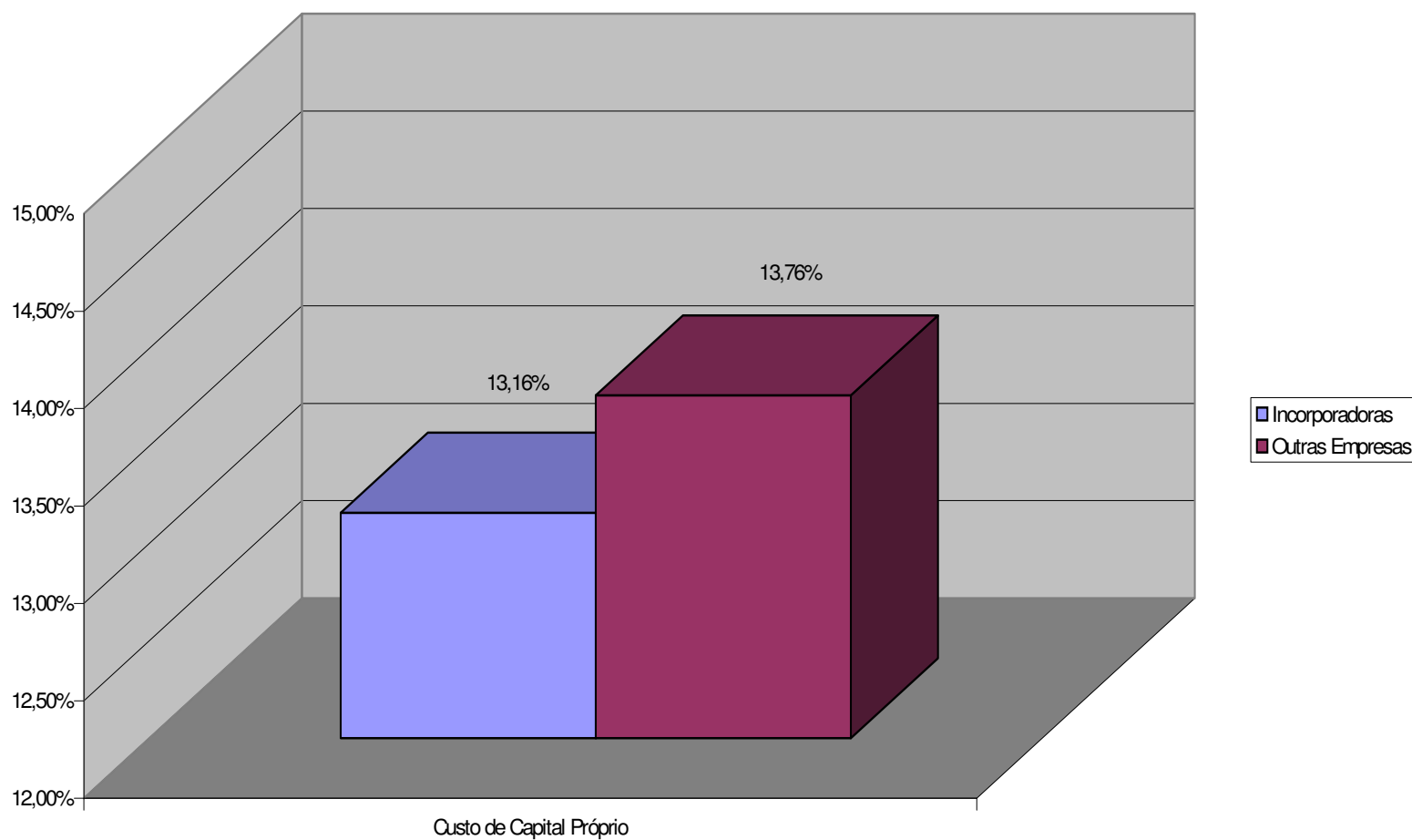
Empresa	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	WACC
Lix da Cunha	12,99%	24,40%	13,60%
Sultepa	12,97%	25,00%	14,50%
João Fortes	13,04%	15,20%	11,70%
Tecnosolo	14,60%	23,00%	14,60%
Marcopolo	13,15%	7,50%	9,10%
JB Duarte	14,00%	28,00%	16,00%
Braskem	14,80%	16,40%	12,40%
Portobello	15,28%	14,50%	11,30%
Acesita	13,52%	9,80%	12,40%
Usiminas	13,75%	5,90%	11,50%
Média	13,81%	16,97%	12,71%

- **Carteira das Outras Empresas:**

Empresa	Custo de Capital Próprio	Custo de Capital de Terceiros	WACC
Lix da Cunha	12,99%	24,40%	13,60%
Sultepa	12,97%	25,00%	14,50%
João Fortes	13,04%	15,20%	11,70%
Tecnosolo	14,60%	23,00%	14,60%
Marcopolo	13,15%	7,50%	9,10%
JB Duarte	14,00%	28,00%	16,00%
Braskem	14,80%	16,40%	12,40%
Portobello	15,28%	14,50%	11,30%
Acesita	13,52%	9,80%	12,40%
Usiminas	13,75%	5,90%	11,50%
Média	13,81%	16,97%	12,71%

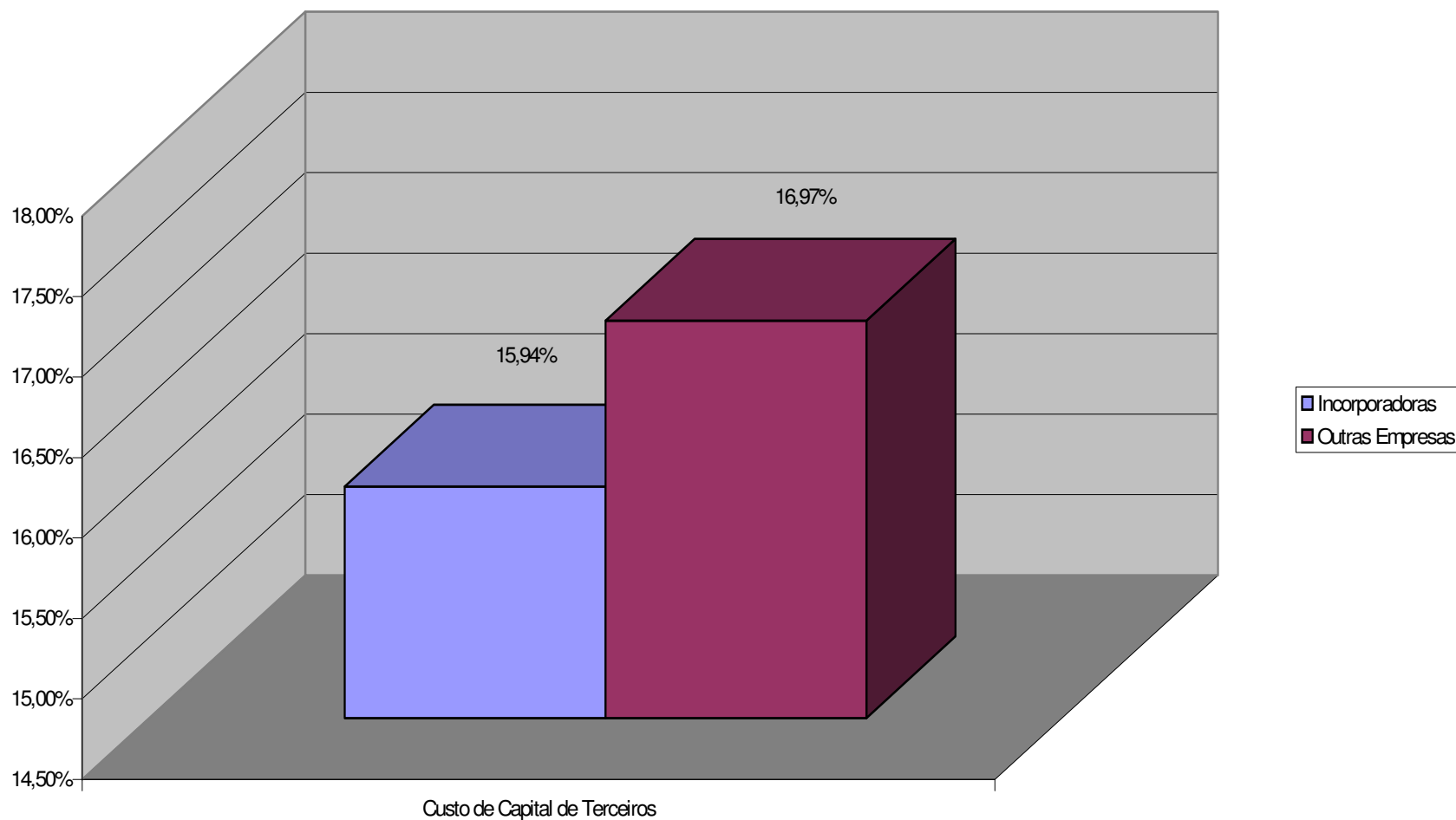
- **Comparações entre as carteiras:**

Comparativo entre Carteiras - Capital Próprio



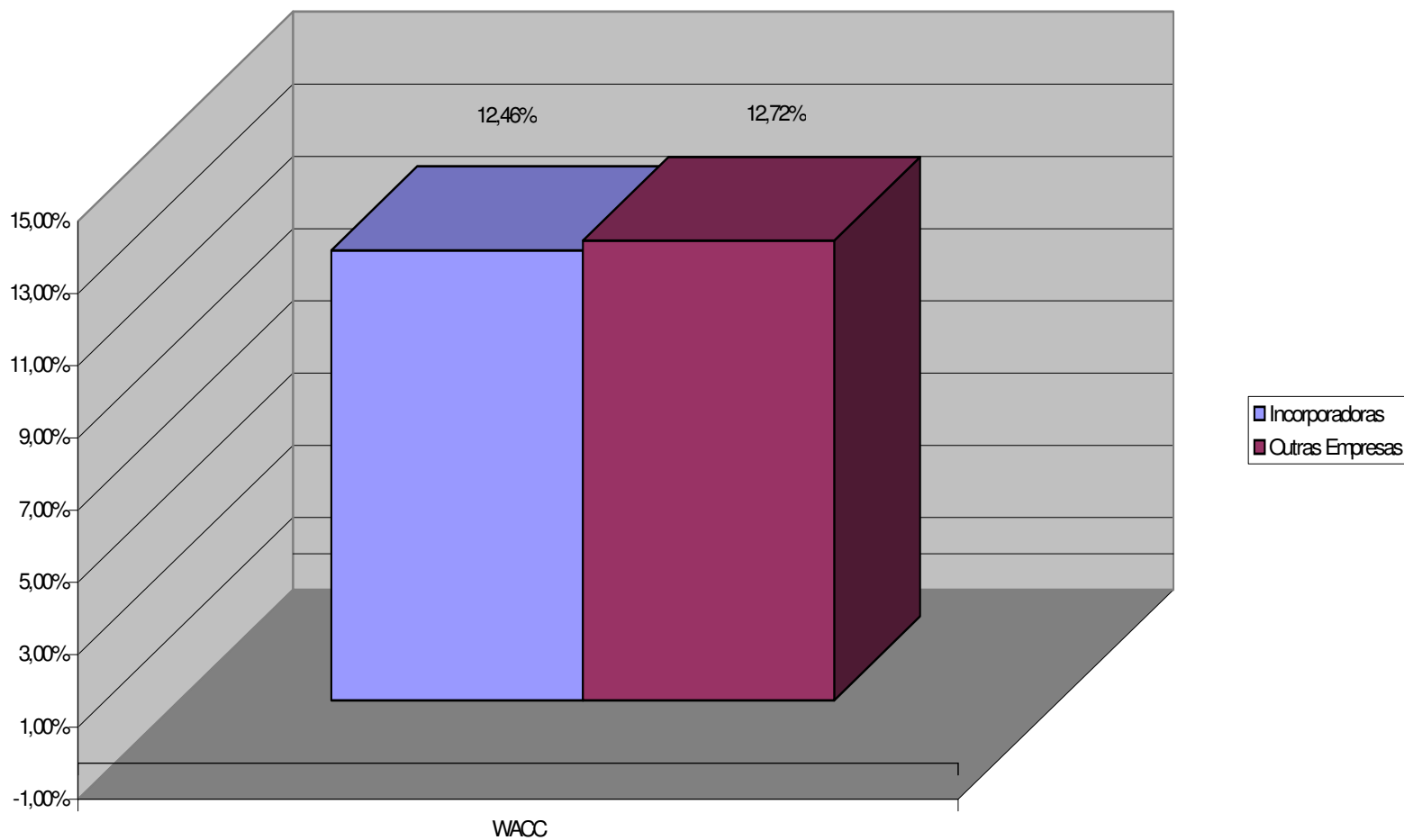
- **Comparações entre as carteiras:**

Comparativo entre Carteiras - Capital de Terceiros



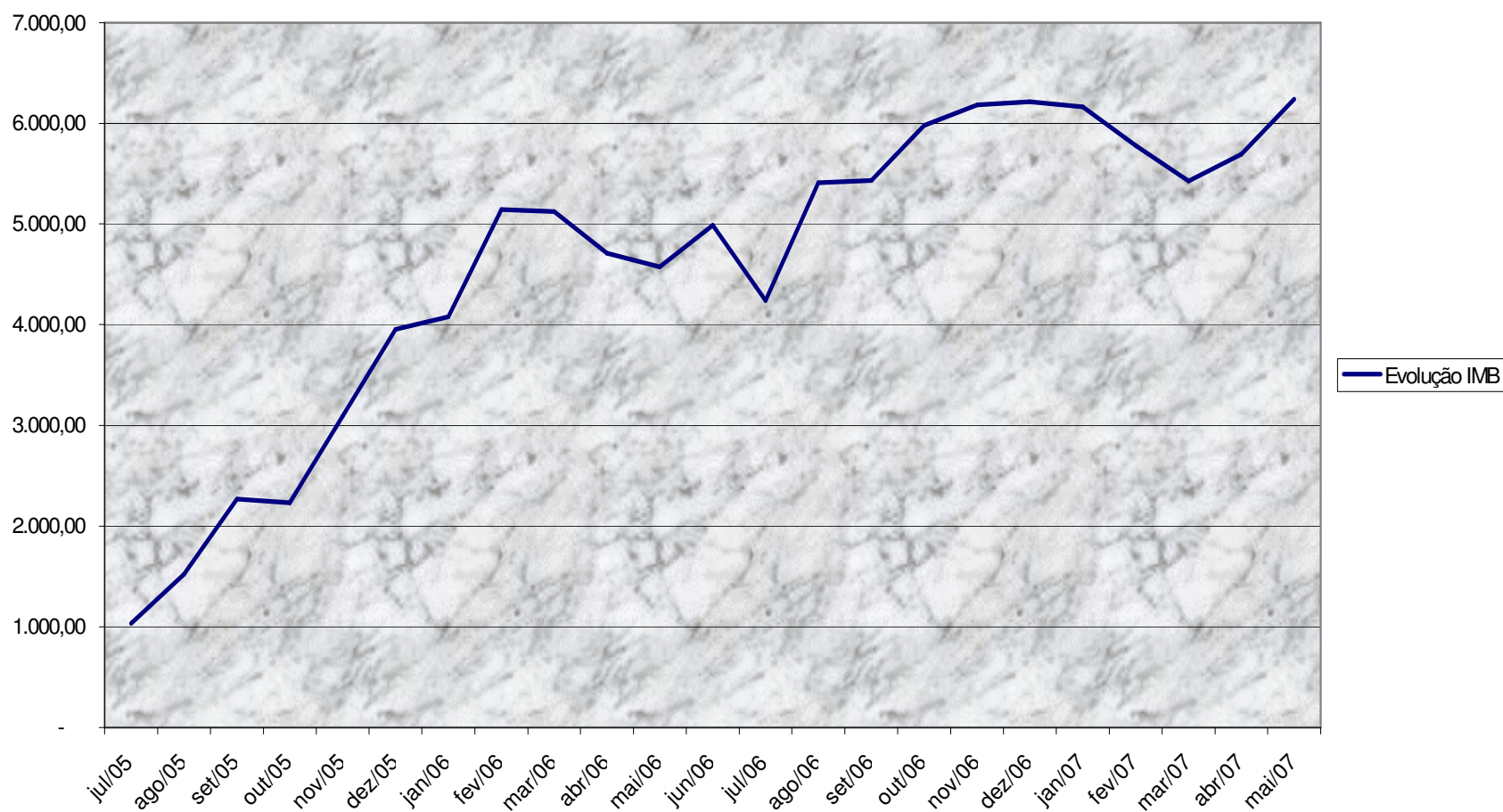
- **Comparações entre as carteiras:**

Comparativo entre Carteiras - WACC



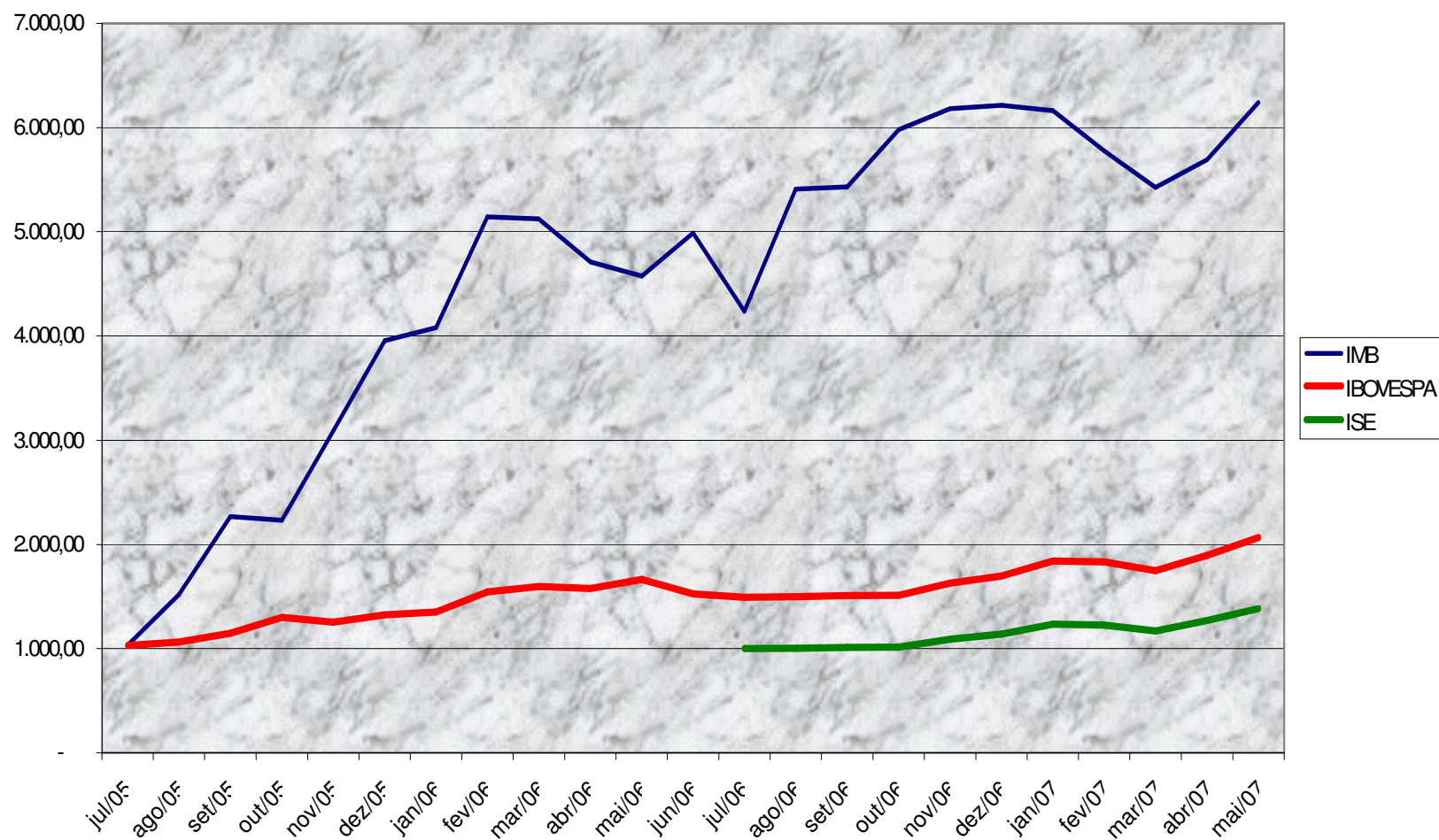
- **Desempenho do IMB:**

Desempenho - IMB - De Julho de 2005 à Maio de 2007



- **IMB x ISE x IBOV:**

IMB x IBOVESPA x ISE



- **Conclusões:**

- Confirmação da hipótese de que a adoção de práticas de Governança Corporativa favorece a diminuição do Custo de Capital.
- Observação por maior rentabilidade e liquidez, comprovada pela valorização da carteira teórica das incorporadoras.
- Comprovação dos menores custos de capital próprio e de terceiros para empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 01 de Governança Corporativa.

- **Conclusões:**

- Fica evidente que a redução do custo de capital possibilita a Empresa a obter melhores taxas e oportunidades de financiamento e alavancagem, conseguindo com isso maior volume de negócios e maior possibilidade de efetuar pagamentos de dividendos aos seus acionistas.
- Percebe-se que todas as Aberturas de Capital realizadas pelas Incorporadoras se deram no mais alto nível de Governança Corporativa da BOVESPA, o Novo Mercado, denotando a preocupação dos dirigentes do mercado imobiliário com a transparência e comprometimento com os investidores, visando obviamente o aumento da atratividade da oferta e maior captação de recursos.

- **Conclusões:**

- Quanto o Índice Teórico do Mercado Imobiliário, o IMB, evidenciou-se um excelente desempenho, motivado na verdade pelas recentes aberturas de capital. Quando comparado à evolução de índices consagrados como o IBOVESPA e o ISE, o IMB apresentou rendimentos muito superiores, provocados pelo interesse atual dos investidores por empresas inseridas no Mercado Imobiliário, auxiliado pela atual conjuntura macro-econômica com estabilidade e queda das taxas de juros, permitindo maiores períodos de financiamento e acesso da classe média aos projetos da casa própria.

- **Conclusões:**

- Quanto o Índice Teórico do Mercado Imobiliário, o IMB, evidenciou-se um excelente desempenho, motivado na verdade pelas recentes aberturas de capital. Quando comparado à evolução de índices consagrados como o IBOVESPA e o ISE, o IMB apresentou rendimentos muito superiores, provocados pelo interesse atual dos investidores por empresas inseridas no Mercado Imobiliário, auxiliado pela atual conjuntura macro-econômica com estabilidade e queda das taxas de juros, permitindo maiores períodos de financiamento e acesso da classe média aos projetos da casa própria.

- **Conclusões:**

- Fica evidente, frente ao cenário macro-econômico extremamente favorável, e a presença cada vez maior dos investidores institucionais que as Incorporadoras devem investir no desenvolvimento e aprimoramento de suas práticas de governança corporativa, tendo como certo o retorno de maior confiança de seus acionistas, menores custos de capital e possibilidade de maior alavancagem financeira.

- **Recomendações para Estudos:**

- Avaliar Empresas Imobiliárias que efetivamente venham a adotar práticas de sustentabilidade, e que com isso venham a fazer parte do ISE, analisando a possível melhoria de retorno, e reduções de custo de capital em função da adoção destas práticas.
- Avaliar as perdas por não se aderir ao Novo Mercado ou aos Níveis de Governança em função da cada vez mais crescente presença de investidores institucionais estrangeiros.