

Vanessa Souza Baldi

**O Impacto da Adesão ao Novo Mercado da
Bovespa sobre a Criação de Valor Econômico**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Walter Lee Ness Jr.

Rio de Janeiro

Junho de 2007

Vanessa Souza Baldi

O Impacto da Adesão ao Novo Mercado da Bovespa sobre a Criação de Valor Econômico

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Walter Lee Ness Jr.

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Klotzle

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Fernando Pereira Tostes

Universidade Estadual do Rio de Janeiro – UERJ

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da universidade, da autora e do orientador.

Vanessa Souza Baldi

Graduou-se em economia na PUC-RJ em 2003. Trabalhou no Bank of América e no Banco UBS Warburg. Atualmente é analista de investimentos da Gerência de Participações Mobiliárias da Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS.

Ficha Catalográfica

Baldi, Vanessa Souza

O impacto da adesão ao novo mercado da Bovespa sobre a criação de valor econômico / Vanessa Souza Baldi ; orientador: Walter Lee Ness. – 2007.

63 f. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Criação de valor econômico. 3. Novo mercado. 4. Governança corporativa. I. Ness, Walter Lee. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 650

Aos meus familiares e amigos por terem me acompanhado nesta jornada.

Agradecimentos

Ao orientador, Walter Lee Ness Jr., pela sabedoria, experiência e atenção demonstradas ao longo do desenvolvimento desta dissertação.

Aos professores Marcelo Klotzle e Fernando Pereira Tostes pelo apoio e por terem participado da Comissão Examinadora.

Aos demais professores do Mestrado em Administração de Empresas da PUC-Rio, pela dedicação e sucesso na condução de suas disciplinas.

Aos amigos da turma 2005.1, pelo apoio, companheirismo e por terem compartilhado sentimentos de alegria a cada aula.

Resumo

Baldi, Vanessa Souza; Ness Jr., Walter Lee. **O Impacto da Adesão ao Novo Mercado da Bovespa sobre a Criação de Valor Econômico**. Rio de Janeiro, 2007. 63p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente estudo surge no contexto onde cada vez mais empresas de capital aberto aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa e Novo Mercado da Bovespa, no intuito de aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, obter custos de capital reduzidos e garantir sua sustentabilidade. A pesquisa em tela tem a finalidade de avaliar se empresas brasileiras que adotam práticas de governança corporativa, a saber, adesão ao Novo Mercado (nível máximo de governança corporativa formalmente estabelecido pelo mercado de capitais brasileiro), criam valor econômico para seus respectivos acionistas. A listagem no Novo Mercado abrange uma série de princípios considerados boas práticas de governança, entretanto as práticas parecem estar mais centradas em questões como transparência na prestação de informações por parte da companhia e proteção do acionista minoritário, ao invés de questões relevantes da ótica de criação de valor econômico. A métrica possibilita análise mais profunda da estrutura de capitais, dos recursos investidos e do resultado econômico das companhias, e por fim, permite avaliar se as ações dos administradores estão de fato gerando valor para os acionistas. Os resultados sugerem que a adesão ao Novo Mercado consiste em fator importante, porém não determinante para a criação de valor econômico das companhias da amostra.

Palavras-chave

Criação de valor econômico; novo mercado; governança corporativa.

Abstract

Baldi, Vanessa Souza; Ness Jr., Walter Lee (Advisor). **The Impact of the Adhesion to the Novo Mercado of the Bovespa on Economic Value Creation.** Rio de Janeiro, 2007. 63p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The present study arises in a framework where companies traded on the stock market adhere to the differentiated levels of corporative governança and the Novo Mercado established by the São Paulo Stock Exchange, with the intention of increasing the company's value, to improve its performance, to obtain reduced costs of capital and to guarantee its sustentabilidade. The research evaluates whether Brazilian companies which adopt corporative governance practices, such as, adhesion to the Novo Mercado (maximum level of corporative governance officially established by the Brazilian stock market), create economic value for their shareholders. The Novo Mercado includes a series of principles considered best corporate governance practices. However these practices seem to be more centered in issues such as information disclosure and protection of minority shareholders, instead of issues concerning economic value creation. The metric enables a deeper analysis of the companies' capital structure, invested resources and economic results, and finally, allows an evaluation of whether the administrators' actions are, in fact, creating shareholders' value. The results suggest that the adhesion to the Novo Mercado is an important, but not a determinant factor for economic value creation in the companies of the sample.

Keywords

Economic value creation; novo mercado; corporate governance.

Sumário

1. Introdução.....	13
1.1. Problema e Objetivo	13
1.2. Relevância do Estudo	15
1.3. Delimitação do Estudo	15
2. Referencial Teórico	17
2.1. Histórico da Governança Corporativa no Mundo.....	17
2.1.1. Lei Sarbanes-Oxley (“SOX”) e Mudanças Exigidas pela Bolsa de Nova Iorque (“NYSE”) e pela NASDAQ	18
2.2. Histórico da Governança Corporativa no Brasil	20
2.3. Reforma da Lei das S.A.....	23
2.4. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado ..	24
2.5. Criação de Valor Econômico.....	27
2.5.1. Estudos sobre Criação de Valor Econômico e Desempenho em Bolsa de Valores	30
3. Metodologia	33
3.1. Tipo de Pesquisa.....	33
3.2. Coleta de Dados.....	33
3.3. Tratamento e Análise dos Dados	34
3.3.1. Cálculo da Criação de Valor Econômico	36
4. Análise dos Resultados.....	43
5. Considerações Finais	51
6. Referências Bibliográficas	55
7. Anexos	61
7.1. Anexo I – Nopat (R\$ mil) das Empresas da Amostra a Valores correntes	61
7.2. Anexo II – Capital Médio (R\$ mil) das Empresas da Amostra a Valores Correntes.....	61
7.3. Anexo III – Encargo de Capital (R\$ mil) das Empresas da Amostra a Valores Correntes.....	62
7.4. Anexo IV– Encargo de Capital (R\$ mil) das Empresas da Amostra a Valores Correntes, Utilizando WACC Médio	62

Lista de figuras

Figura 1 - Cronologia da Governança Corporativa no Brasil

22

Lista de tabelas

Tabela 1 - Principais Práticas dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado (Bovespa)	25
Tabela 2 - 16 Empresas Seleccionadas para Análise	35
Tabela 3 - Parâmetros Rf, Mrp e Crp	40
Tabela 4 - Betas Desalavancados	41
Tabela 5 - Inflação Brasileira e Americana (Anual)	42
Tabela 6 - Criação de Valor Econômico em Empresas do Novo Mercado	44
Tabela 7 - Criação de Valor Econômico em Empresas do Novo Mercado utilizando WACC médio	45
Tabela 8 - Redução do Custo de Capital – WACC (R\$)	47
Tabela 9 - Taxa de Juros (Selic), Risco País e Variação Cambial	48
Tabela 10 - Redução do Custo de Capital – WACC (US\$)	49

Lista de gráficos

Gráfico 1 - Índice de Governança Corporativa x Ibovespa	27
Gráfico 2 - Quantidade de Empresas que Aderiram ao Novo Mercado entre 2001 e 2006	34

Lista de fórmulas

Fórmula 1 - Criação de Valor Econômico	29
Fórmula 2 - Custo Médio Ponderado de Capital	38
Fórmula 3 - Custo de Capital de Acionistas	38
Fórmula 4 - Custo de Capital de Acionistas com Prêmio de Risco País	39
Fórmula 5 - Beta Alavancado	41
Fórmula 6 - Paridade do Poder de Compra	42