

# 1 Introdução

## 1.1 Problema e objetivo

O fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial decorre da delegação do poder de decisão sobre a propriedade por parte do acionista, titular da propriedade, ao administrador. Nesse contexto, originam-se os chamados conflitos de agência, ou o desalinhamento de interesses entre acionistas e administradores. A resposta para tais conflitos manifestou-se através do surgimento de práticas de governança corporativa, ou mecanismos eficientes capazes de alinhar interesses de acionistas e administradores.

A assimetria de informação existente entre acionistas e administradores, a ausência de participação efetiva dos acionistas nos conselhos de administração e fiscal das empresas, a construção de acordos de acionistas inadequados, dentre outros fatores, culminaram em numerosos escândalos corporativos, que atualmente tentam ser evitados por meio da implementação de boas práticas de governança corporativa.

Os principais objetivos da governança corporativa consistem em: aumentar o valor e melhorar o desempenho da empresa, facilitar seu acesso ao custo de capital reduzido e contribuir para a sua perenidade. Adicionalmente, envolve disciplinar o relacionamento entre acionistas controladores, acionistas minoritários, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal. Os pilares da governança corporativa consistem em: transparência, equidade de tratamento dos acionistas, prestação de contas e responsabilidade pelos resultados.

Um dos efeitos da maior transparência sugerida pela governança corporativa compreende a não manipulação das informações, por parte do grupo controlador ou gestor, em benefício próprio. Essa prática incentiva maior credibilidade dos credores nas informações fornecidas pelas empresas e maior disposição dos acionistas em investir; conseqüentemente induzindo a redução do custo de capital dessas empresas.

O presente estudo pretende avaliar se as empresas brasileiras de capital aberto que adotam práticas de governança corporativa, a saber, adesão ao Novo Mercado da Bovespa, cria valor para seus respectivos acionistas. Adesões ao Nível 1 não são contempladas, pois as exigências para o respectivo Nível não incluem elementos considerados essenciais para a boa governança corporativa, tais como direito de voto às ações preferenciais em matérias como incorporação e fusão da companhia, e extensão das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia para as ações ordinárias e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais. Igualmente, adesões ao Nível 2 não incluem o direito ao voto para todos os acionistas e a obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado. Utiliza-se a premissa de que empresas realmente comprometidas com governança corporativa estariam dispostas a cumprir os requisitos máximos formalmente estabelecidos pelo mercado de capitais no Brasil.

O objetivo do trabalho consiste em avaliar a criação de valor econômico para o acionista no período anterior à adesão das empresas ao Novo Mercado e o período posterior. Portanto, significa avaliar o impacto das práticas de governança sobre a criação de valor econômico da empresa.

A métrica de criação de valor utilizada será semelhante àquela introduzida pelo valor econômico adicionado, desenvolvido pela consultoria norte-americana Stern Stewart & Co. A referida métrica possibilita análise mais profunda da estrutura de capitais, dos recursos investidos e do resultado econômico das companhias, e por fim avalia se as ações dos administradores estão de fato gerando valor para os acionistas. A criação de valor para o acionista reflete o alinhamento de interesses entre administradores e acionistas.

## **1.2 Relevância do estudo**

O presente estudo surge no contexto onde cada vez mais empresas de capital aberto aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa e Novo Mercado, no intuito de aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, obter custos de capital reduzidos e garantir sua sustentabilidade. A percepção do mercado de capitais em relação à governança corporativa é de criação de valor. Alguns estudos foram desenvolvidos no sentido de correlacionar a governança corporativa com boa *performance* em bolsa de valores. Entretanto, boa *performance* em bolsa pode não refletir a criação de valor econômico para os acionistas.

Desta forma, torna-se relevante a seguinte questão: A adesão ao Novo Mercado da Bovespa de fato cria valor para os acionistas? Neste contexto, o presente estudo é de extrema relevância tanto para o meio acadêmico quanto profissional.

Do ponto de vista acadêmico, contribui-se para um fenômeno pouco observado, ou seja, a verdadeira criação de valor econômico a partir da implementação de boas práticas de governança. Os assuntos governança corporativa e criação de valor econômico têm sido amplamente examinados, embora pouco estudados em conjunto. Em relação ao meio profissional, o estudo fornecerá uma perspectiva alternativa sobre a governança corporativa, que vai muito além da valorização das ações em bolsa por conta da adoção de práticas de governança. O impacto da adoção de melhores práticas de governança sobre a criação de valor econômico consiste em ferramenta adicional para auxiliar os investidores na avaliação de seus ativos e montarem suas carteiras. Os possíveis interessados pelo tema incluem profissionais do mercado financeiro e investidores de longo prazo que buscam ativos que adotam práticas de governança corporativa.

## **1.3 Delimitação do estudo**

No que concerne o horizonte espacial, este estudo será realizado com empresas brasileiras de capital aberto que aderiram às boas práticas de governança corporativas através do Novo Mercado da Bovespa. No tocante ao horizonte

temporal, a análise considera o período de dezembro de 2001 - ano em que Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foram implementados pela Bovespa – até dezembro de 2006.

O fato da adesão ao Novo Mercado ser prática recente no mercado de capitais brasileiro significa que os dados a serem coletados não consideraram períodos suficientemente longos para análise. Pode ocorrer que algumas empresas sejam excluídas da análise pela falta de dados para obter evidências de criação de valor. O estudo pretende analisar apenas empresas listadas no Novo Mercado, cujas demonstrações financeiras disponíveis contemplam o período de pelo menos um ano antes e um ano após a migração.

Um aspecto que poderia limitar o estudo consiste na possibilidade de empresas que aderiram ao Novo Mercado, simultaneamente à abertura de capital, apresentarem ao mercado resultados melhores, em termos de criação de valor, no ano de adesão, a fim de garantir o sucesso da oferta pública. Outro fator seria o impacto negativo dos custos atrelados às ofertas públicas iniciais e à adequação para as regras do Novo Mercado sobre a criação de valor econômico.