

4

Análise dos resultados

A principal proposta do estudo envolve responder se empresas listadas no Novo Mercado criaram valor em relação ao ano anterior à listagem e ao ano posterior. Supostamente, a adesão ao nível máximo de governança corporativa formalmente estabelecido pelo mercado de capitais no Brasil implicaria em determinadas ações, por parte das empresas, que se traduziriam em criação de valor. Deste modo, a resposta pretendida para a referida indagação seria afirmativa, ou seja, todas as companhias apresentariam criação de valor em relação aos anos que antecedem e sucedem a adesão ao Novo Mercado. O resultado da análise revela alguma proximidade entre a hipótese e a realidade.

Ao analisar a Tabela 6, nota-se a existência de dois quesitos relevantes a serem observados. O primeiro versa sobre a criação de valor econômico nos anos pré-adesão, adesão e pós-adesão, e o segundo compara a criação de valor entre períodos distintos. Atenta-se para a possibilidade de cenários onde empresas destroem valor em determinado ano, e, simultaneamente, criam valor em relação ao ano anterior.

A partir da amostra de 16 empresas, 3 (19%) destacaram-se como criadoras de valor no ano pré-adesão ao Novo Mercado. O indicador apresenta significativa melhora no ano da adesão, onde 8 (50%) empresas criaram valor. No que tange ao ano pós-adesão, há incremento de apenas 2 empresas em relação ao ano da adesão.

Do ponto de vista de criação de valor relativa ao ano antecedente, os resultados mostraram-se mais expressivos. Verificou-se que 13 empresas (81%) criaram valor na comparação entre ano de adesão e ano pré-adesão. Na comparação entre ano pós-adesão e adesão, o número reduziu-se para 10 (63%) empresas. Considerando que a maior parte da amostra aderiu ao Novo Mercado simultaneamente à abertura de capital, algumas empresas podem ter apresentado ao mercado resultados melhores no ano anterior à adesão, a fim de garantir o sucesso da oferta pública. Ademais, soma-se a possibilidade de que os custos

atrelados às ofertas públicas iniciais e à adequação para as regras do Novo Mercado tenham impactado negativamente sobre a criação de valor econômico.

Tabela 6 – Criação de Valor Econômico em Empresas do Novo Mercado

Empresa		Criação de Valor Econômico (R\$ mil)		
		Ano Pré-Adesão	Ano da Adesão	Ano Pós-Adesão
1	CCR	(19.388)	(592.398)	(164.922)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Sim
2	Sabesp	(2.831.595)	(8.131.170)	(2.561.429)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Sim
3	Natura	14.567	205.262	345.192
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
4	CPFL	(1.711.803)	(1.566.244)	172.815
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
5	Grendene	132.962	(33.761)	28.755
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Sim
6	DASA	(31.107)	33.717	7.821
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
7	Porto Seguro	(325.631)	(193.742)	(122.877)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
8	Renar Maçãs	(8.591)	(6.186)	(6.362)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
9	Localiza	(31.769)	63.064	32.915
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
10	Lojas Renner	(32.699)	22.829	53.580
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
11	EDP - Energias do Brasil	(903.923)	(64.999)	(20.047)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
12	OHL -Obrascon Huarte Lain	(74.150)	30.904	282
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
13	Cyrela	305.095	1.170.447	1.708.570
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim

14	Banco Nossa Caixa	(1.670.453)	(52.197)	(1.320.088)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
15	Tractebel Energia	(402.932)	459.527	392.300
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
16	Cosan	(125.832)	45.260	332.328
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
Quantidade de Empresas que Criaram Valor Econômico		3	8	10
Quantidade de Empresas que Criaram Valor Econômico em Relação ao Ano Anterior		-	13	10

A princípio, tendência esperada para o WACC, devido à adesão ao Novo Mercado, é a redução a cada período. Logo, pressupõe-se que o custo de capital seria maior no ano pré-adesão e menor no ano pós-adesão. Refazendo os cálculos de criação de valor econômico utilizando o WACC médio (Anexo IV) dos períodos em análise, verifica-se a penalidade no ano pós-adesão e o benefício do ano pré-adesão.

Tabela 7 – Criação de Valor Econômico em Empresas do Novo Mercado utilizando WACC médio

Empresa		Criação de Valor Econômico (R\$ mil) - WACC médio		
		Ano Pré-Adesão	Ano da Adesão	Ano Pós-Adesão
1	CCR	(134.807)	(283.809)	(325.026)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Não
2	Sabesp	(4.702.873)	(4.699.851)	(3.889.079)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
3	Natura	7.127	237.810	321.430
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
4	CPFL	(1.272.617)	(1.038.008)	(674.866)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
5	Grendene	151.294	3.197	(19.165)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Não
6	DASA	(4.058)	15.155	(11.210)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não

7	Porto Seguro	(246.842)	(251.805)	(165.756)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Sim
8	Renar Maçãs	(4.123)	(9.945)	(7.335)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Sim
9	Localiza	20.078	19.949	5.457
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Não	Não
10	Lojas Renner	1.512	4.749	41.031
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
11	EDP - Energias do Brasil	(488.954)	(358.090)	(187.398)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
12	OHL -Obrascon Huarte Lain	(23.856)	(7.378)	(25.988)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
13	Cyrela	338.992	1.147.892	1.682.609
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
14	Banco Nossa Caixa	(895.631)	(581.647)	(1.840.988)
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Não
15	Tractebel Energia	14.398	216.442	304.824
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
16	Cosan	(43.228)	17.932	202.423
Criação de Valor em Relação ao Ano Anterior		-	Sim	Sim
Quantidade de Empresas que Criaram Valor Econômico		6	8	6
Quantidade de Empresas que Criaram Valor Econômico em Relação ao Ano Anterior		-	11	10

O alicerce para compreender algumas das dessemelhanças entre hipótese e realidade ampara-se, primordialmente, no fato de que o Regulamento do Novo Mercado (Bovespa, 2007) está voltado para a transparência na prestação de informações por parte da companhia e na proteção dos acionistas minoritários. O documento não prioriza elementos de elevada importância, tais como criação de valor econômico e sustentabilidade.

Conforme definido no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2004), “as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”. O Novo Mercado não adota práticas de governança corporativa, cuja finalidade esteja integralmente em consonância com a sugerida pelo IBGC.

Um dos efeitos da maior transparência observada no Novo Mercado 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 estudo em tela evidenciou que apenas 6 companhias listadas no Novo Mercado, ou 38% da amostra, apresentaram redução do custo de capital no ano pós-adesão (Tabela 8). Cerca de 11 empresas (69%) demonstraram diminuição do custo de capital no ano da adesão em comparação com o ano pré-adesão. A redução da percepção do risco por conta do comprometimento das empresas com práticas de governança corporativa, através da adesão ao Novo Mercado, tende a facilitar o acesso ao capital e diminuir o custo.

Tabela 8 – Redução do Custo de Capital – WACC (R\$)

EMPRESA		WACC (R\$)			Redução de WACC	
		Ano Pré-Adesão	Ano da Adesão	Ano Pós-Adesão	Adesão em Relação ao Pré-Adesão	Pós-Adesão em Relação ao Adesão
1	CCR	20,4%	39,1%	19,9%	Não	Sim
2	Sabesp	17,7%	38,1%	18,3%	Não	Sim
3	Natura	13,7%	22,9%	9,2%	Não	Sim
4	CPFL	20,7%	21,7%	8,5%	Não	Sim
5	Grendene	22,3%	25,1%	10,9%	Não	Sim
6	DASA	24,0%	10,8%	11,9%	Sim	Não
7	Porto Seguro	24,2%	10,4%	12,9%	Sim	Não
8	Renar Maçãs	22,5%	6,8%	12,5%	Sim	Não

9	Localiza	23,6%	9,5%	11,8%	Sim	Não
10	Lojas Renner	25,0%	11,7%	13,4%	Sim	Não
11	Energias do Brasil	20,4%	8,7%	10,9%	Sim	Não
12	OHL	23,4%	10,4%	12,7%	Sim	Não
13	Cyrela	24,2%	11,3%	12,8%	Sim	Não
14	Banco Nossa Caixa	23,1%	9,2%	11,3%	Sim	Não
15	Tractebel Energia	21,0%	8,7%	11,6%	Sim	Não
16	Cosan	20,6%	12,9%	10,1%	Sim	Sim
Quantidade de Empresas que Apresentaram Redução no Custo de Capital					11	6
Percentual Relativo ao Total da Amostra					69%	38%

Ressalta-se que 2 empresas (13%) da amostra aderiram ao Novo Mercado em 2002, e, portanto, beneficiaram-se da redução da Taxa Selic (taxa básica de juros da economia brasileira), de 25% para 16,50%, no ano pós-adesão (Tabela 9). Em 2005, quando a Taxa Selic passou de 18,00% para 13,25%, 9 empresas (56%) aderiram. No entanto, a depreciação cambial de 2005 para 2006 pode ter reduzido o efeito benéfico taxa de juros decrescente.

Tabela 9 –Taxa de Juros (Selic), Risco País e Variação Cambial

Indicadores	Ano					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Taxa Selic	19,00%	25,00%	16,50%	17,75%	18,00%	13,25%
Risco País (Crp)	4,50%	11,25%	8,25%	6,00%	5,40%	3,75%
IGP-M / CPI	7,32%	23,35%	6,27%	9,50%	-2,12%	0,60%

Fonte: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br), Damodaran, Economática, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (www.ipeadata.gov.br) e U.S. Dept. of Labor, Bureau of Labor Statistics. (<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>). Consulta em mai-07.

Ao analisar a Tabela 10, onde estão elencados os custos de capital em dólares norte-americanos, conclui-se que 14 empresas listadas no Novo Mercado, ou 88% da amostra, apresentaram redução do custo de capital no ano pós-adesão (Tabela 9). Apenas 8 empresas (50%) demonstraram diminuição do custo de capital no ano da adesão em comparação com o ano pré-adesão. O resultado inverso da Tabela 10 em relação à Tabela 8 revela que variáveis macroeconômicas, fora do controle das empresas, como, por exemplo, Taxa Selic,

risco país e variação cambial (Tabela 9) afetam o custo de capital. Por conseguinte, constata-se que o compromisso com boas práticas de governança corporativa não explicam, por si só, reduções no custo de capital das empresas.

Tabela 10 – Redução do Custo de Capital – WACC (US\$)

EMPRESA		WACC (US\$)			Redução de WACC	
		Ano Pré-Adesão	Ano da Adesão	Ano Pós-Adesão	Adesão em Relação ao Pré-Adesão	Pós-Adesão em Relação ao Adesão
1	CCR	12,2%	12,7%	12,8%	Não	Não
2	Sabesp	9,7%	12,0%	11,3%	Não	Sim
3	Natura	7,0%	12,2%	11,6%	Não	Sim
4	CPFL	13,5%	11,1%	10,9%	Sim	Sim
5	Grendene	15,1%	14,2%	13,3%	Sim	Sim
6	DASA	13,3%	13,2%	11,2%	Sim	Sim
7	Porto Seguro	13,4%	12,8%	12,2%	Sim	Sim
8	Renar Maçãs	11,8%	9,1%	11,8%	Sim	Não
9	Localiza	12,9%	11,8%	11,2%	Sim	Sim
10	Lojas Renner	14,2%	14,1%	12,7%	Sim	Sim
11	Energias do Brasil	10,0%	11,1%	10,3%	Não	Sim
12	OHL	12,7%	12,8%	12,0%	Não	Sim
13	Cyrela	13,4%	13,7%	12,1%	Não	Sim
14	Banco Nossa Caixa	12,5%	11,6%	10,7%	Sim	Sim
15	Tractebel Energia	10,5%	11,0%	11,0%	Não	Sim
16	Cosan	10,2%	15,3%	9,4%	Não	Sim
Quantidade de Empresas que Apresentaram Redução no Custo de Capital					8	14
Percentual Relativo ao Total da Amostra					50%	88%

As práticas de governança corporativa do Novo Mercado podem ser consideradas como o primeiro passo para alcançar os objetivos listados pelo IBGC. Medidas que visam transparência na prestação de contas, proteção aos acionistas minoritários e câmara de arbitragem para dirimir conflitos são elementos bastante apreciados em um mercado de capitais que, há poucos anos,

desconhecia governança corporativa. Entretanto, ao examinar as finalidades de aumento do valor da sociedade e contribuição para sua perenidade, sugeridas pelo IBGC, percebe-se que as práticas do Novo Mercado estão aquém do padrão desejável de governança corporativa.

A despeito dos aspectos positivos da listagem no Novo Mercado, as características desse mercado não exigem informações envolvendo o desempenho corporativo à luz do conceito de criação de valor econômico. Caso a listagem no Novo Mercado fosse suficiente para promover a criação de valor econômico, todas as companhias listadas apresentariam resultados positivos.

A partir dos resultados obtidos, conclui-se que a adesão ao Novo Mercado é um fator importante, porém não determinante para a criação de valor econômico das companhias listadas. Inúmeros aspectos econômicos, ambientais e sociais, que garantem a sustentabilidade das empresas e a criação de valor econômico, não são contemplados nas diretrizes do Novo Mercado. Alguns dos referidos aspectos compreenderiam o compromisso das empresas com o desenvolvimento sustentável, incorporando-o em suas principais decisões, sistema de gestão de desempenho baseado em indicadores, processo institucionalizado de planejamento estratégico, disponibilização anual do cálculo de criação de valor econômico pela empresa, política ambiental que avalia aspectos e impactos ambientais de suas atividades, políticas de relações de trabalho e compromisso com princípios e direitos fundamentais, dentre outros.

Apesar de algumas companhias terem despertado para a criação de valor econômico, o mercado de capitais tem prestado pouca atenção nesse aspecto, uma vez que não incluiu esse tema no Regulamento do Novo Mercado.

O Novo Mercado carece de incentivos às ações mais eficientes e claras no sentido de retratar a realidade econômica da companhia e estimular práticas para criação de valor econômico. Entende-se que o padrão desejável de governança corporativa envolve gestão baseada em criação de valor econômico, que alinha os interesses de administradores e acionistas, e torna a companhia sustentável no longo prazo.