

5

Considerações finais

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, o trabalho procurou firmar um paralelo entre a adesão ao Novo Mercado da Bovespa e criação de valor econômico para os acionistas. 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. Logo, todas as companhias listadas no Novo Mercado 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.

A listagem no Novo Mercado abrange uma série de princípios considerados boas práticas de governança, entretanto algumas questões relevantes da ótica de criação de valor para o acionista não são apreciadas. As práticas do Novo Mercado parecem estar mais focadas em questões como proteção do acionista minoritário ao invés de criação de valor econômico.

A partir dos resultados obtidos, conclui-se que a adesão ao Novo Mercado consiste em fator importante, porém não determinante para a criação de valor econômico das companhias da amostra. 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.

Contudo, faz-se necessário considerar que alguns fatores podem viesar os resultados de criação de valor econômico. O primeiro fator a observar contempla que a maior parte da amostra aderiu ao Novo Mercado simultaneamente à abertura de capital, podendo ter apresentado ao mercado resultados melhores, em termos de criação de valor, no ano anterior à 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 no ano de adesão.

Inúmeras companhias, tais como as listadas no Novo Mercado, colocam-se como orientadas para criação de valor ao acionista, mas não aplicam princípios fundamentais, como os apontados por Rappaport (2006). O primeiro princípio para criação de valor refere-se à orientação direcionada ao mercado de ações a respeito dos lucros futuros das companhias. Essa informação pode ter efeito relevante sobre a flutuação do preço das ações, e na realidade não consiste em medida de criação de valor. Há casos em que executivos reduzem despesas com medidas que poderiam gerar valor, tais como pesquisa e desenvolvimento, propaganda e contratações, para alcançar os valores de receita comunicados ao mercado. Portanto, a gestão direcionada para a criação de valor não fornece orientações acerca de seu desempenho futuro ao mercado de capitais.

Empresas criadoras de valores econômicos e sustentáveis, onde observa-se o alinhamento de interesses entre administradores e acionistas, tomam decisões que maximizam o valor da companhia no longo prazo, mesmo que gerem impacto negativo de curto prazo. Ademais, mantêm apenas ativos ou atividades que maximizem seu valor e distribuem dividendos aos acionistas quando não encontram oportunidades para criação de valor. A distribuição de dividendos pode resultar em retornos mais interessantes para os acionistas, através de outros investimentos, e pode impedir que a administração utilize o excesso de caixa para investimentos que destruiriam valor.

A capacidade de recompensar o presidente, demais executivos e gerentes por alcançar retornos superiores ao esperado, e permitir que os executivos assumam riscos semelhantes aos assumidos pelos acionistas, através da manutenção de uma posição relevante de ações da companhia são princípios fundamentais para manter o foco na criação de valor econômico.

De acordo com os princípios supramencionados, empresas verdadeiramente orientadas para a criação de valor ao acionista têm foco no crescimento de longo prazo, ou seja, na sustentabilidade, um dos objetivos máximos da governança corporativa. O Novo Mercado deveria estimular práticas para criação de valor econômico e ações mais eficientes e claras no sentido de retratar a realidade econômica da companhia.

No concernente às limitações enfrentadas ao longo da elaboração do estudo, destaca-se o tamanho reduzido da amostra por conta da falta de dados para obter evidências de criação de valor, haja vista que a adesão ao Novo Mercado configura-se como prática recente no mercado de capitais brasileiro. A partir de 2008, a amostra será ampliada em 28 empresas, somando 44. O reduzido número de estudos empíricos contendo detalhamento referente ao cálculo de criação de valor econômico limitou o número de ajustes realizado sobre as demonstrações contábeis. O aumento do número de ajustes poderia gerar maior precisão no cálculo de valor econômico criado.

Do ponto de vista acadêmico, a criação de valor econômico a partir da implementação de boas práticas de governança, embora pouco observada, será profundamente examinada à medida que mais empresas se consolidem e migrem para o Novo Mercado. Dentro de poucos anos, haverá amostras de tamanho adequado para promover estudos da relação entre o desempenho das ações no Novo Mercado e a criação de valor econômico dessas companhias.

Uma possibilidade para análise posterior compreende a comparação da criação de valor econômico por setores da economia. Atualmente, não há concentração setorial suficiente de empresas listadas no Novo Mercado que viabilize uma análise. Trabalhos que relacionem criação de valor econômico com a estrutura de propriedade de empresas no Novo Mercado, a saber, capital difuso e capital pouco pulverizado, também possuem valor acadêmico. Um tema relevante também seria verificar se empresas do Novo Mercado, que possuem gestão

orientada para a criação de valor econômico, criam valor em comparação com as que não praticam esse tipo de gestão.

Outra sugestão para estudo posterior englobaria a elaboração de um grupo de controle, com empresas listadas no mercado tradicional da Bovespa, e comparação da criação de valor econômico dessas empresas com as da amostra, listadas no Novo Mercado. Tal estudo poderia fornecer dados mais significativos em termos do impacto de boas práticas de governança corporativa sobre a criação de valor econômico.

O aprofundamento das críticas ao Novo Mercado e sugestões para aprimoramento das exigências, à luz dos princípios de criação de valor, pode ser considerado um tema de extrema relevância.

Por fim, encerra-se o documento com a mensagem de que o mercado de capitais brasileiro encontra-se nos primórdios da governança corporativa e ainda percorrerá uma longa jornada para unificar a governança à verdadeira criação de valor econômico.