

O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa Segmentado na Bovespa: Um Estudo com as Empresas que compõem a Carteira de Ações do Índice Brasil (Ibrx 100)

The Process of Creation of Value Shareholder compared in each Level Segmented on the Bovespa Corporate Governance: A Study with the Companies comprising the Index Stock Portfolio Brazil (Ibrx 100)

Davy Antonio da Silva

Mestrando em Ciências Contábeis - Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Discente do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FACE/UFMG
Avenida Antônio Carlos, 6627, Pampulha, Belo Horizonte-MG. CEP: 31.270-901
davyantonio@yahoo.com.br

Elízio Marcos dos Reis

Mestrando em Ciências Contábeis - Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Discente do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FACE/UFMG
Avenida Antônio Carlos, 6627, Pampulha, Belo Horizonte-MG. CEP: 31.270-901
elizio@ufmg.br

Wagner Moura Lamounier

Doutor em Economia Aplicada – Universidade Federal de Viçosa
Professor Adjunto do Departamento de Ciências Contábeis da FACE/UFMG
Avenida Antônio Carlos, 6627, Pampulha, Belo Horizonte-MG. CEP: 31.270-901
wagner@face.ufmg.br

Resumo

O objetivo deste artigo foi de medir e analisar a criação de valor para o acionista, através de comparações entre cada nível de governança corporativa segmentado na BOVESPA, realizando um estudo empírico com interesse de comprovar a existência de médias diferentes referente à de criação de valor nos diferentes segmentos. A pesquisa foi orientada através de uma análise descritiva a qual possibilita estabelecer relações entre as variáveis analisadas e levantar hipóteses ou possibilidades para explicar essas relações. Os resultados encontrados demonstraram não existir evidências estatísticas de que o nível de governança corporativa, em que determinada empresa está inserida no mercado, traz diferenciação no processo de criação de valor para os acionistas. As conclusões encontradas contrariaram a hipótese nula deste estudo, a qual mencionava que de acordo com o nível de classificação das empresas haveria uma diferenciação na criação de valor para o acionista. Ressalta-se que essa conclusão não dever ser generalizada pelo fato que a amostra utilizada para obtê-la, apesar de ser representativa, foi obtida num espaço temporal limitado, existindo a possibilidade de que aumentando o espaço de tempo as conclusões aqui apresentadas possam sofrer alterações. Para pesquisas futuras sugere-se que este estudo seja realizado com uma amostra maior de empresas, e com dados trimestrais com o intuito de explicar melhor as variáveis estudadas.

Palavras-chave: Acionista. Bovespa. Criação de Valor. Governança Corporativa.

Artigo publicado anteriormente nos Anais do XVIII Congresso Brasileiro de Custos em 2011.

Artigo submetido em 15 de maio de 2012 e aceito em 30 de junho de 2012 pelo Editor Marcelo Alvaro da Silva Macedo, após *double blind review*.

Abstract

The objective of this article was of to measure and to analyze the creation of value for the shareholder through comparisons among each level of corporate governance segmented in BOVESPA, accomplishing an empiric study with interest of proving the existence of different averages regarding the one of creation of value in the different segments. The research was guided through a descriptive analysis which makes possible to establish relationships among the analyzed variables and to lift hypotheses or possibilities to explain those relationships. The found results didn't demonstrate statistical evidences that the level of corporate governance, in that certain company is inserted at the market, brings differentiation in the process of creation of value for the shareholders. The found conclusions thwarted the null hypothesis of this study, which mentioned that in agreement with the level of classification of the companies there would be a differentiation in the creation of value for the shareholder. It is pointed out that that conclusion not to be generalized by the fact that the sample used to obtain her, in spite of being representative, it was obtained in a limited temporary space, existing the possibility that increasing the space of time here the conclusions presented they can suffer alterations. For future researches it is suggested that this study is accomplished with a larger sample of companies, and with given quarterly with the intention of explaining the studied variables better.

Keywords: Shareholder. Bovespa. Creation of value. Corporate Governance.

1 Introdução

No mundo corporativo, Kitagawa e Ribeiro (2006) descrevem que os mecanismos de gestão vão se aperfeiçoando cada vez mais à medida que os capitais das empresas vão se pulverizando mundo afora. Entretanto, apesar dos inúmeros controles já definidos para protegerem os investidores da perda de valor de seus patrimônios, as diversas crises empresariais causadas por fraudes e pela má conduta ética de seus gestores têm levantado questionamentos a respeito dessas ferramentas de controle do negócio.

Na tentativa de amenizar esses problemas, a implantação de boas práticas de governança corporativa tem se mostrado a principal ferramenta de conciliação entre os interesses dos investidores e das empresas, e é vista como uma alternativa a mais de controle e de fiscalização das ações executadas pelos gestores.

Nos últimos anos no Brasil este tema é recorrente no meio acadêmico e profissional e de acordo com Silva (2004) é estudado tanto em países desenvolvidos quanto nos emergentes. Nesses países, como o Brasil, o desenvolvimento do mercado, a abertura econômica, a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos acionistas no mercado privado exigiram das empresas maiores e melhores práticas de direção para satisfazer as relações principalmente entre acionistas majoritários e minoritários.

Para alinhar as expectativas dos diversos *stakeholders* relacionados à empresa, muitas estão trabalhando para adotar uma estrutura de boas práticas de governança corporativa que incluem: aumento da transparência, respeito aos direitos dos acionistas, adoção de uma postura ética, rapidez na resolução de conflitos e existência de um conselho de administração capaz de representar os direitos dos proprietários das ações e de respeitar os demais que se relacionam com a empresa.

A adoção dessa estrutura de governança conforme Mello (2007) pode ser um diferencial na hora de captar investimentos, uma vez que, os investidores passam a preferir estas empresas acreditando que estruturas eficientes e transparentes reduzem conflitos aumentando o fluxo de caixa para os acionistas e conseqüentes aumentos de valor de mercado.

Com objetivo de divulgar e uniformizar práticas reconhecidas como melhores, diversos órgãos nacionais e internacionais debruçam sobre o tema a fim de estabelecer códigos e definições de boas práticas governança. Dentre estes se destacam: a Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), o International Corporate Governance Network (ICGN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central do Brasil (BCB) a BM&F Bovespa e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Como uma forma de estímulo ao mercado de capitais brasileiro, em 26 de junho de 2001 iniciou-se o novo pregão de Governança Corporativa da BOVESPA. (NASCIMENTO, 2003, p. 52). Criou-se assim conforme Macedo, Mello e Filho (2006) um segmento denominado Novo Mercado e outro intitulado Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Tais segmentos tiveram como objetivo a valorização das empresas e despertar o interesse dos investidores.

Os níveis diferenciados da Bolsa de Valores levam em consideração as práticas de governança existentes em cada companhia para classificá-las em cada nível, pressupondo que as empresas pertencentes ao nível 1, 2 e novo mercado, possuem mais mecanismos de governança respectivamente.

Diante da definição de governança, da perspectiva do investidor em escolher empresas que apresentam melhores práticas de governança e partindo dos benefícios apontados pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) em segmentar as empresas listadas em níveis diferenciados, busca-se neste artigo verificar empiricamente a seguinte questão problema: pertencer a um determinado segmento da BOVESPA traz diferenciação na criação de valor para o acionista?

Sendo assim, o presente estudo tem o objetivo de analisar a criação de valor para o acionista, através de comparações entre cada nível de governança corporativa segmentado na BOVESPA, ou seja, realizar um estudo empírico com interesse de comprovar se existem diferenças estatísticas significativas de criação de valor nos diferentes segmentos estudados, lançando mão de variáveis contábeis que medem a rentabilidade, lucratividade e desempenho das empresas.

Partindo-se da premissa de que a hierarquia dos níveis de segmentação da Bolsa de Valores começando pelos níveis 1, 2 e Novo Mercado, criam mais valor respectivamente para os proprietários do capital, este trabalho está pautado na hipótese de que o nível de segmentação da BOVESPA interfere na criação de valor para o acionista.

Apesar de o tema governança corporativa ser conhecido e praticado há muito tempo, o estudo mais sistemático sobre ele é relativamente recente. (ALVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008). Rodrigues (2009) acrescenta que estudos se intensificaram nos anos 80 e 90 passando por um processo de definição de uma teoria sólida. Este tema surge pela necessidade de reduzir a distância existente entre proprietários e administração da empresa e a sociedade de maneira geral, devido à constante evolução das sociedades capitalistas que exige uma nova relação entre organizações e sociedade. (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

No Brasil, o que se observa é que as empresas têm investido valores significativos na adoção de boas práticas de governança na esperança de influenciarem positivamente o mercado, tornando-se opção de investimento seguro, líquido e rentável. Isto não significa de forma nenhuma demérito para as empresas, mas aderir a um nível mais elevado significa ter uma estrutura de governança que envolve dentre outros fatores altos custos para implantar todas as práticas exigidas. Posto isso, a justificativa desta pesquisa, se dá, uma vez que, poderá observar que pertencer a um determinado segmento que exige maiores e melhores práticas que proporcione criar valor para o acionista.

Espera-se com a realização deste estudo, contribuir para demonstrar que a criação de valor para o acionista é de acordo com cada nível de governança corporativa que a empresa esta inserida.

Este artigo está estruturado em cinco seções. Além da introdução, é contemplado no tópico 2 uma revisão de literatura, na seção 3, traz a metodologia para elaboração da pesquisa, na seção 4 relata os resultados e as discussões e na seção 5, traz a conclusão com sugestões para realização de pesquisas futuras, sendo finalizado com as referências bibliográficas utilizadas.

2 Plataforma Teórica

No tópico referente a plataforma teórica serão abordados de forma separada e resumida os principais conceitos e estudos que tratam sobre governança corporativa, o processo de criação de valor para os acionistas, envolvendo estudos que descrevem o cálculo do Valor Econômico Agregado (EVA) e o método CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para o cálculo do custo do capital próprio.

2.1 Governança Corporativa

Os autores Neto e Fama (2003), Core, Guay e Larcker (2003), Silveira (2006), Macedo, Mello e Filho (2006), Cabello, Parisi e Oliveira (2007) definem governança corporativa como o conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas proporcionando a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho.

A governança corporativa de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG), (2009) é um conjunto de práticas capazes de alinhar os diversos interesses existentes entre os diversos agentes que se relacionam com a empresa, com objetivo de aumentar valor para o acionista, facilitar acesso a recursos e contribuir para sua longevidade.

Para a *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2004) governança corporativa envolve:

[...] um conjunto de relacionamentos entre a gerência da companhia, seus boards, acionistas, e outros stakeholders. Governança corporativa também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para atingi-los e monitoramento da performance são determinados.

Através da governança corporativa, Siffert Filho (1998) descreve que são instituídos mecanismos que regulam as ações dos administradores, podendo tal tarefa ser realizada por parte dos acionistas ou mesmo por parte do sistema bancário, através da avaliação de risco.

Segundo Williamson (1996), a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa a qual existe seis razões para tal, a saber:

a) a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores;

b) o fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos que estes possuem para maximizar o valor para os acionistas;

c) a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades;

d) segundo a teoria de finanças, os acionistas ou proprietários que possuem portfólios diversificados não serão aversos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma, tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;

e) liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações;

f) as estruturas de propriedade integrada (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos.

Filho (1998) completa este raciocínio afirmando que a estrutura de propriedade varia entre os países em consequência de vários fatores, como regime político, sistema legal, estrutura do mercado de capitais, experiência histórica de industrialização, condições geográficas e cultura. Como resultado desse processo histórico-institucional, são instituídas diferentes estruturas de governança corporativa.

No Brasil, conforme Rodrigues (2006) uma parte significativa das companhias abertas já se empenha em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança e de transparência. No entanto, essas mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade por parte das empresas, visto ser resultado de esforços individuais. A adesão aos "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA) dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos.

Tendo em vista estas tendências, a BOVESPA lançou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que na visão de Kitagawa e Ribeiro (2006) são segmentos de listagens especiais destinadas à negociação de ações emitidas por empresas, que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas crescentes de governança e evidenciação adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Os estudos de Cabello, Parisi e Oliveira (2007) descreveram que melhorias de informações, transparência e segurança, encontram-se as empresas classificadas em Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa. Essa melhoria é considerada práticas diferenciadas de governança corporativa.

Seguindo o raciocínio dos mesmos autores as organizações classificadas no Nível 1 são as que apresentam maior transparência, no Nível 2 as entidades com maior transparência e governança corporativa e o Novo Mercado as empresas que possuem as mesmas características do Nível 2, porém com apenas ações ordinárias.

Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras descritas por Pedreira e Santos (2006) é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto que atua como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com menor participação no capital da empresa.

Finalizando, os resultados encontrados na pesquisa de Silva et. al (2009) relataram que a governança corporativa tem evoluído muito em empresas de todo o mundo, inclusive no Brasil. Sua importância está ligada não só à conciliação dos interesses dos acionistas com os dos controladores, como também o acesso a real situação da empresa por parte desses acionistas.

2.2 O processo de criação de valor para os acionistas

Segundo Pace (2009) o propósito básico da contabilidade é fornecer informações financeiras úteis para a tomada de decisões econômicas, capacitando seus responsáveis com ferramentas que quantificam e registram a criação de valor para as organizações e acionistas. Para isso a Contabilidade Gerencial assume papel importante no fornecimento de informações acuradas e oportunas sobre as atividades necessárias para o sucesso das organizações. (ATKINSON et al., 1997).

O conceito de criação de valor para Padoveze (1999) é adotado como objetivo primário da Administração Financeira. Mais recentemente tem-se visto a expansão do conceito do EVA, tanto na área financeira como na área contábil propriamente dita.

O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa...

Os autores Cruz, Colauto e Lamounier (2009) completam a afirmação acima descrevendo que a criação de valor para o acionista ocorre quando a empresa obtém uma taxa de retorno sobre os investimentos maior do que a taxa que os investidores conseguiriam ao investir alternativamente em títulos de risco equivalente.

O comportamento do preço das ações, segundo Jensen (1988), pode limitar as ações discricionárias dos gestores uma vez que decisões mal tomadas podem reduzir o valor de mercado da empresa. Outro importante mecanismo externo, segundo Jensen (1988) e Denis e McConnell (2003), é a possibilidade de aquisições hostis, por meio das quais as empresas com desempenho insatisfatório podem ter seu controle tomado por outras empresas mais eficientes.

De acordo com Paiva (2003), o objetivo dos acionistas não pode ser auferido como a maximização dos lucros, seus interesses se concentram na criação de riqueza, o que efetivamente determina o preço das ações. Além disso, Gitman (2004) ressalta que a maximização do lucro é falha, uma vez que ignora a data de ocorrência dos retornos, o fluxo de caixa disponível aos acionistas e o risco.

O mercado brasileiro de capitais conforme destaca Silva e Ferreira (2006) não utilizavam, com frequência, os indicadores de criação de valor para o acionista como ferramenta de previsão, uma vez que, segundo Eid Junior e Pereira (2002), eles se concentram na realidade passada, enquanto o mercado busca explicações nas expectativas futuras. No entanto, Silva e Ferreira (2006) completam a discussão afirmando que a competitividade acirrada no mercado levou muitos estudiosos e consultores a considerarem esses indicadores de criação de valor em seus trabalhos, originando um novo paradigma da performance empresarial.

De acordo com Pereira e Eid Junior (2002), no início, os indicadores de criação de valor estavam relacionados aos índices contábeis como ROE e ROI ou indicadores de fluxo de caixa que mediam a capacidade da empresa de gerar caixa para os seus provedores de capital. Atualmente existem diversas abordagens, dentre elas as relacionadas a resultados econômicos residuais, como o *EVA®*.

De acordo com Assaf Neto (2009) *Economic Value Added (EVA)* ou Valor Econômico Agregado “é considerado como o principal direcionador de riqueza da empresa no mercado globalizado”. Ainda de acordo com este autor o *EVA®* pode ser calculado de três formas:

$$EVA = \text{Resultado Operacional Líquido} - (WACC \times CI)$$

$$EVA = (ROI - WACC) \times CI$$

$$EVA = LL - (Ke \times PL)$$

Onde:

EVA® = *Economic Value Added* ou *Valor Econômico Agregado*;

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* ou *Custo Médio Ponderado de Capital*;

CI = *Capital Investido*;

ROI = *Return on Investment* ou *Retorno sobre o Capital*;

LL = *Lucro Líquido*;

Ke = *Custo de Oportunidade do Capital Próprio*;

PL = *Patrimônio Líquido*.

As duas primeiras formas de calcular o *EVA®* levam em consideração o custo de capital total da empresa calculando uma média ponderada dentre as formas de obtenção de capital da empresa. A terceira forma, a princípio mais simplista, e a que será adotada neste Silva, D. A.; Reis, E. M.; Lamonier, W. M.

artigo, leva em consideração apenas o custo de capital próprio pressupondo que os custos envolvidos no capital de terceiros já foram contemplados na Demonstração do Resultado do Exercício como Despesa Financeira. Portanto, entende-se que para calcular o valor criado para o acionista do ponto de vista contábil, diminui-se do Lucro Líquido a parte destinada a remunerar o Custo de Oportunidade do Capital Próprio.

Para o Cálculo do Capital Próprio, dentre as abordagens existentes é comumente aceito no meio acadêmico o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que de acordo com Araújo, Lima e Assaf Neto (2008) apesar de haverem críticas quanto à sua simplicidade e eficiência não há nenhum outro disponível na literatura financeira que responda a todas as críticas formuladas. O Custo de Capital Próprio de acordo com o modelo CAPM é obtido pela fórmula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Onde:

K_e = Custo de oportunidade do capital próprio;

R_f = Taxa livre de risco;

β = Risco da empresa em relação ao risco de todo o mercado acionário;

R_m = Risco de mercado.

Para o cálculo do custo do capital próprio, pelo método anteriormente relacionado, utilizou-se a média de retorno do IBRX 100 dos últimos 03 anos e taxa livre de risco utilizou-se o retorno da poupança por apresentar menor variação ao longo do tempo.

As conclusões da pesquisa realizada por Morilhas et al., (2009) indicaram que o tema de geração de valor em processos de reestruturações é foco de diversos estudos empíricos na pesquisa acadêmica. A cada ano, diversas empresas optam pelo caminho do desinvestimento e separação de unidades de negócios. O presente estudo de caso, realizado pela Motorola, encontrou evidência de que a reestruturação gerou valor para o acionista.

Sendo assim, o autor citado no parágrafo anterior afirma que os administradores buscam continuamente aumentar o valor de seus ativos reais e financeiros, dando especial atenção para processos de fusões, aquisições e diversificação como estratégia corporativa.

3 Procedimentos Metodológicos

3.1 Quanto ao método de pesquisa

O método utilizado é o dedutivo, pois de acordo com (GIL, 2002; LAKATOS; MARCONI, 2008) o raciocínio dedutivo tem o objetivo de explicar o conteúdo das premissas. Por intermédio de uma cadeia de raciocínio em ordem descendente, de análise do geral para o particular, permitindo chegar a uma conclusão.

Com relação ao tipo de pesquisa abordado neste estudo, pode-se associá-la às pesquisas descritivas, pois estas têm como objetivo principal estabelecer relações entre as variáveis analisadas e levantar hipóteses ou possibilidades para explicar essas relações (não de forma mais definitiva, o que as transformaria em explicativas. (BERTUCCI, 2008).

A delimitação do método será quantitativo onde os conceitos serão testados e examinados por meio de uma clara definição de variáveis as quais serão observadas usando determinados procedimentos

Para estabelecer essas relações e levantar as hipóteses, é necessária uma pesquisa bibliográfica que de acordo com Gil (2002), Lakatos e Marconi (2008) consiste em consulta a livros, artigos, periódicos e revistas especializadas já tornada pública em relação ao tema em

estudo, sendo sua finalidade colocar o pesquisador em contato direto com estudos já realizados.

3.2 Unidade de análise e coleta de dados

O estudo foi realizado com as empresas listadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BMF BOVESPA) que compõem o índice *IBrx 100* que representa as 100 (cem) maiores companhias listada na bolsa, excluindo as consideradas do setor financeiro, a análise foi baseada em 77 empresas.

Os dados das companhias foram extraídos dos Demonstrativos Contábeis referente ao exercício financeiro de 2010, através do sítio da BOVESPA e do banco de dados Economática que possui uma base de dados extremamente confiável.

3.3 Variáveis estudadas e modelo utilizado para o tratamento dos dados

Os dados coletados foram submetidos a diversas técnicas de análise, incluindo: análise quantitativa.

As variáveis necessárias para condução desse estudo foram: Patrimônio Líquido, Lucro Líquido, Beta, taxa do Ativo Livre de Risco e a taxa de Retorno de Mercado para o cálculo do Custo de Capital Próprio.

Para atingir o objetivo proposto neste artigo, adotou-se a técnica estatística de diferença de médias que consiste em levantar os dados e comparar as médias de duas populações representadas pela seguinte equação que foi adaptada de Gujarati e Porter (2011):

$$t = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_1^2}{n} + \frac{\hat{\sigma}_2^2}{m}}} \sim T_{k(g.l.)} \text{ em que: } k = \frac{\left(\frac{\hat{\sigma}_1^2}{n} + \frac{\hat{\sigma}_2^2}{m}\right)}{\frac{\left(\frac{\hat{\sigma}_1^2}{n}\right)^2}{(n-1)} + \frac{\left(\frac{\hat{\sigma}_2^2}{m}\right)^2}{(m-1)}}$$

Onde:

t representa a estatística de teste;

\bar{X} representa o valor da média referente a primeira amostra selecionada;

\bar{Y} representa o valor da média referente a segunda amostra selecionada;

$\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_1^2}{n}}$ representa o desvio médio referente a primeira amostra;

$\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_2^2}{m}}$ representa o desvio médio referente a segunda amostra;

A aplicação do teste *t-Student* de acordo com Perez e Famá (2006), tem por finalidade avaliar a existência de diferenças significativas entre as médias de dois grupos, adotando o teste bi-caudal por ter interesse em definir apenas se há ou não diferença de criação de valor para o acionista nos diferentes níveis de governança corporativa na BOVESPA. Os mesmos autores afirmam que quando a hipótese de igualdade entre as médias é rejeitada assume como

verdadeira uma ou mais hipóteses alternativas. Portanto, quando o resultado das médias encontradas apresentou-se diferente de zero realizou-se o teste uni-caudal.

O software estatístico utilizado para o tratamento e armazenamento dos dados e cálculo das estatísticas descritivas foi o: Stata/SE for Windows.

4 Resultados e Discussões

Ao analisar os dados encontrados foi possível verificar que a criação de valor para o acionista em 2010 nos níveis de governança corporativa da BOVESPA apresenta maior variação no nível 1, com desvio em torno da média de 2,3 bilhões de reais.

Os valores referentes às empresas pertencentes ao mercado tradicional apresentaram menos dispersos com variação em torno de 1,5 bilhões de reais. Já as empresas pertencentes ao novo mercado apresentam uma menor variação, próximo de 1,07 bilhões de reais conforme tabela 1.

Tabela 1: Valores em reais (mil) que representa as estatísticas descritivas referente ao EVA

<i>Níveis</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>n</i>
<i>Mercado Tradicional</i>	542.489	1.526.678	(1.729.834)	4.373.112	12
<i>Nível 1</i>	(1.220.843)	2.342.701	(6.104.133)	3.861.743	17
<i>Novo Mercado</i>	(540.994)	1.074.113	(4.612.003)	1.006.168	48

Fonte: Elaborado pelos autores

Com isso, verifica-se que a criação de valor para o acionista no novo mercado é mais homogênea do que as organizações que pertencem ao mercado tradicional e nível 1, devido menor variação apresentada no desvio padrão encontrado.

Os resultados para os testes propriamente ditos estão relacionados nas tabelas a seguir, iniciando-se pela tabela 2 onde foram comparadas médias do EVA entre o mercado tradicional e o novo mercado.

Tabela 2: Verificação das hipóteses associadas a comparação das médias do EVA entre o Mercado Tradicional (MT) e o Novo Mercado (NM)

<i>Hipóteses (H0, H1 e H2)</i>	<i>Valor de probabilidade (p-value)</i>	<i>Estatística t</i>
<i>H0: MT = NM</i>	0,96	2,32
<i>H1: MT ≠ NM</i>	0,04	2,32
<i>H2: MT > NM</i>	0,02	2,32

Fonte: Elaborado pelos autores

Pelo teste t realizado há evidências de que podemos rejeitar a hipótese nula em que as médias do EVA nestes dois segmentos são iguais em favor da hipótese alternativa de que há diferença estatisticamente significativa entre as médias de criação de valor para o acionista entre as empresas pertencentes a estes dois segmentos. O valor de probabilidade associado à estatística t de teste em favor da hipótese alternativa ficou em 4%, abaixo do nível de significância adotado que é de 5%. Isto significa que a estatística t de teste encontra-se na região de rejeição de H0.

Ao verificar que existe diferença entre as médias de EVA nesses dois grupos, passou a verificar qual destes é menor ou maior. Neste caso, o valor de probabilidade associada à estatística t, da segunda hipótese alternativa, de 2,32 é de 2%. Como adotamos um nível de O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa...

significância de 5% este valor está situado na região de rejeição de H_0 . Portanto, há evidências de que em média as empresas do mercado tradicional geram mais valor ao acionista do que àquelas que estão no novo mercado.

Continuando com a mesma linha de raciocínio a tabela 3 demonstra as hipóteses levantadas entre as empresas do mercado tradicional e as organizações listadas no nível 1 de governança corporativa.

Tabela 3: Verificação das hipóteses associadas a comparação das médias do EVA entre o Mercado Tradicional (MT) e as empresas listadas no nível 1 de governança corporativa (N1)

<i>Hipóteses (H_0, H_1 e H_2)</i>	<i>Valor de probabilidade (p-value)</i>	<i>Estatística t</i>
<i>$H_0: MT = N1$</i>	0,96	2,45
<i>$H_1: MT \neq N1$</i>	0,04	2,45
<i>$H_1: MT > N1$</i>	0,02	2,45

Fonte: Elaborado pelos autores

Nesta comparação, praticamente repete a situação anterior em que há evidências de que podemos rejeitar a hipótese nula em que as médias do EVA nestes dois segmentos são iguais em favor da hipótese alternativa de que há diferença estatisticamente significativa entre as médias de criação de valor para o acionista entre as empresas pertencentes a estes dois segmentos. O valor de probabilidade associado à estatística t de teste em favor da hipótese alternativa ficou em 4%, abaixo do nível de significância adotado que é de 5%. Isto significa que a estatística t de teste encontra-se na região de rejeição de H_0 .

Constatando, portanto, que existe diferença entre as médias de EVA nesses dois grupos, passou a verificar qual destes é menor ou maior. Neste caso, o valor de probabilidade associada à estatística t, da segunda hipótese alternativa, de 2,45 é de 2%. Adotando-se um nível de significância de 5% esta estatística calculada está situada numa região de rejeição de H_0 , chamada também de região crítica do teste. Portanto, há evidências de que em média as empresas do mercado tradicional geram mais valor ao acionista do que àquelas que estão no listadas no Nível 1 da Bovespa. Após a comparação entre as médias da criação de valor para o acionista entre o nível 1 e o novo mercado.

Tabela 4: Verificação das hipóteses associadas a comparação das médias do EVA entre o Nível 1 (N1) e as empresas listadas novo mercado (NM)

<i>Hipóteses (H_0 e H_1)</i>	<i>Valor de probabilidade (p-value)</i>	<i>Estatística t</i>
<i>$H_0: N1 = NM$</i>	0,74	-1,15
<i>$H_1: N1 \neq NM$</i>	0,26	-1,15

Fonte: Elaborado pelos autores

Verificado a diferença estatisticamente entre o mercado tradicional, o nível 1 e o novo mercado, voltou-se para comparação entre o nível 1 e novo mercado para verificar qual a reação das médias de criação de valor para o acionista entre os níveis de governança corporativa. Adotando-se um nível de significância de 5% por consequência um intervalo de confiança de 95%, não se pode rejeitar a hipótese nula deste teste. O valor de probabilidade associada a estatística de teste de -1,15 foi de 74%. Isto significa que utilizando o nível de significância adotado haverá um valor tabelado associado aos graus de liberdade maior do que a estatística de teste anteriormente mencionada. Portanto, tem-se que o t calculado encontra-se na região de não rejeição da hipótese nula.

Neste caso, temos evidências de que não existem diferenças estatisticamente consistentes entre as médias de criação de valor para o acionista entre as empresas listadas no nível 1 e no novo mercado.

5 Conclusões

O objetivo deste artigo foi de analisar a criação de valor para o acionista, através de comparações entre cada nível de governança corporativa segmentado na BOVESPA, realizando um estudo empírico com interesse de comprovar a existência de médias diferentes referente à de criação de valor nos diferentes segmentos.

A análise dos dados corrobora para a resposta da questão formulada neste trabalho demonstrando não existir evidências estatísticas de que o nível de governança corporativa em que determinada empresa está inserida no mercado, não traz diferenciação no processo de criação de valor para os acionistas.

A amostra de dados abrangeu as empresas que compõem o índice *IBx 100* o qual representa as 100 (cem) companhias maiores listada na bolsa. Os dados originais primeiramente foram submetidos a diversas técnicas de análise, sendo que as variáveis necessárias analisadas para condução desse estudo foram: Patrimônio Líquido, Lucro Líquido, Beta, taxa do Ativo Livre de Risco e a taxa de Retorno de Mercado para o cálculo do Custo de Capital Próprio.

Para atingir o objetivo proposto aplicou-se o teste *t-Student*, que teve a finalidade de avaliar a existência de diferenças significativas entre as médias de dois grupos, adotando o teste bi-caudal por ter interesse em definir apenas se há ou não diferença de criação de valor para o acionista nos diferentes níveis de governança corporativa na BOVESPA.

Com isso, pode-se comprovar que entre o nível 1 e novo mercado não existem diferenças entre as médias do EVA nesses dois grupos, o que depreende-se que tanto faz pertencer a um ou a outro nível de governança corporativa, mesmo preconizando que pertencer a um nível mais elevado de governança a empresa tem o dever de oferecer aos acionistas práticas diferenciadas de gerenciamento do negócio, atraindo mais investidores e melhorando a imagem das organizações pertencentes à esses níveis.

Essa conclusão contraria a hipótese deste estudo, a qual mencionava que de acordo com o nível de classificação das empresas haveria uma diferenciação na criação de valor para o acionista.

Vale ressaltar que essa conclusão não deve ser generalizada pelo fato que a amostra utilizada para obtê-la, apesar de ser representativa, foi obtida num espaço temporal limitado, com isso, existe a possibilidade de que aumentando o espaço de tempo as conclusões aqui apresentadas possam sofrer alterações.

Essa limitação temporal ficou evidente quando houve a necessidade de excluir a empresa PETROBRÁS da amostra, motivado pela capitalização sofrida pela empresa no ano de 2010, o que culminou num aumento do Patrimônio Líquido sem correspondência imediata nos lucros. Esse fato traria para os dados uma dispersão em torno da média do EVA no mercado tradicional de aproximadamente sete vezes o valor observado na amostra após sua exclusão.

Outra restrição para a generalização das conclusões aqui exteriorizadas, dizem respeito ao método de cálculo do EVA, que adotou nesta abordagem apenas o custo de capital próprio pressupondo que o custo de capital de terceiros já foi apropriado quando da apuração do resultado do exercício das empresas estudadas e o método CAPM para o cálculo do referido custo, que de acordo com a literatura geralmente aceita, este método traz algumas limitações como a subjetividade na definição das taxas que serão adotadas para o cálculo.

Portanto, essas limitações possibilitam a realização de novos estudos abordando outras formas de cálculo do custo de capital das empresas, bem como aumentar o período estudado, com objetivo de angariar maior robustez às análises e conclusões aqui apresentadas.

Sendo assim, propõem-se como sugestão para pesquisas futuras que este estudo seja realizado com uma amostra maior de empresas, e com dados trimestrais com o intuito de que venha explicar melhor a variáveis estudadas.

Dessa forma, o intuito principal é mostrar que existem maneiras de melhorar a qualidade da explicação entre variáveis, com investimento razoavelmente baixo, concentrado na qualificação de recursos humanos para o desenvolvimento de atividades de pesquisa.

Referências

ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança Corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./ mar. 2008.

ATKINSON, Anthony A. et al. **Contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 2008.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira. **Metodologia básica para elaboração de trabalhos de conclusão de cursos (TCC): ênfase na elaboração de TCC de pós-graduação**. São Paulo: Atlas, 2008.

CABELLO, Otávio Gomes ; PARISI, Claudio ; OLIVEIRA, A. B. S. . Análise das Práticas de Gestão Baseada em Valor nas empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo, SP, 2007.

CORE, John; GUAY, Wayne R.; DAVID, Larcker. Executive Compensation and Incentive: a survey, **Economic Policy Review** - New York, v. 9, 27-50. april, 2003.

CRUZ, Ulisses Oliveira; COLAUTO, Douglas Romualdo; LAMOUNIER, Wagner Moura. Valor econômico agregado e lucro contábil: evidências novo mercado. **RC&C Revista Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 1, p. 185-199, set./ dez. 2009.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, mar. 2003.

EID JUNIOR, William; PEREIRA, **Sônia Bruck Carneiro**. Medidas de Criação de Valor e Retorno das Ações. In: EnANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador, BA, 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAM, Lourence J. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Pearson, 2004.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. 5. ed. São Paulo: Mcgrawhill Bookman, 2011.

JENSEN, M.C.; WARNER, J. B. The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v. 20, p. 3-24, 1988.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12 fev. 2004.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

KITAGAWA, Carlos Henrique. RIBEIRO, Maisa de Souza. Estudo comparativo das práticas de Governança Corporativa recomendados pela Oecd para a América Latina às empresas listadas nos segmentos especiais da Bovespa - Níveis 1, 2 e Novo Mercado. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo, SP, 2006.

MACEDO, Fabrício de Queiroz. MELLO, Gilmar Ribeiro de. TAVARES FILHO, Francisco. Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a Percepção de Risco das Ações pelo Mercado. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo, SP, 2006.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo; Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças. USP** – São Paulo, edição comemorativa, p. 65-79, 2006.

MELLO, Juliana Salvador Ferreira de. **O Impacto da Governança Corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil: uma reaplicação**. 2007. 108 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. UFMG, Belo Horizonte, 2007.

MORILHAS, Leandro José et al. Spin-off e a criação de valor para os acionistas: um estudo de caso da Motorola. In: XII Semead - Seminários de Administração, 12., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2009.

NETO, R.; FAMÁ, R. **A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo Orsa**. São Paulo. In: VI SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Ensino Pesquisa em Administração, 2003.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION DEVELOPMENT – OECD. OECD principles of corporate governance. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 14 jun. 2011.

PACE, Eduardo Sérgio; **Uma metodologia de avaliação de desempenho com a criação de valor como contribuição ao planejamento das organizações sem fins lucrativos**. 2009, Tese (Doutorado em Administração)- Faculdade de Ciências Economia, Administração e Contabilidade. USP, São Paulo, 2009.

O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa...

PADOVEZE, C. L. O Papel da Contabilidade Gerencial no Processo Empresarial de Criação de Valor. **Caderno de Estudos**. São Paulo: n. 21, maio/ ago., 1999.

PAIVA, F. D. **Criação de valor econômico e suas implicações em empresas brasileiras de capital aberto**: uma análise dos modelos de precificação de ativos financeiros. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração)- Universidade Federal de Minas Gerais, Lavras.

PEDREIRA, E. B., SANTOS, J. O. Análise da relação entre o índice de governança corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FIPECAFI, 2006.

PEREZ, M. Monteiro; FAMÁ, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Revista de Contabilidade e Finanças. USP** – São Paulo, n. 40, p. 7-24, jan./abr. 2006.

RODRIGUES, Margarida Maria Silva; **Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa**. 2009, Dissertação (Mestrado em Administração)- Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. UFMG, Belo Horizonte, 2009.

RODRIGUES, A. Gerenciamento dos resultados contábeis através de receitas e despesas não-operacionais: estudo empírico das companhias nível 1 Bovespa. In: VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FIPECAFI, 2006.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro. v. 5, n. 9, p. 123-146, jun. 1998.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras**. Revista de Administração, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

SILVA, Sabrina Soares da. **Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras**. RAM. Revista de Administração Mackenzie, v. 10, p. 4-31, jul./ ago. 2009.

SILVA, Sabrina Soares da; FERREIRA, Patrícia. Estratégias de gestão financeira para a criação e destruição de valor. In: VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FIPECAFI, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2006.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.