

2 Referencial teórico

2.1 Histórico da governança corporativa no mundo

Com o advento da empresa moderna, a partir do processo de industrialização desencadeado pela revolução industrial, as poupanças individuais tornaram-se insuficientes para financiar o crescimento das empresas, o acesso à novos mercados e às necessidades de economias de escala, demandados pelo mercado.

As mudanças na estrutura de capital das empresas foram provocadas pela criação das bolsas de valores, fundos mútuos e os grandes investidores institucionais, caracterizados como novos provedores de recursos para o financiamento das necessidades de capital das empresas. A maior quantidade e diversidade de acionistas transferiu poder à esfera executiva, que passou a centralizar o controle das informações, o conhecimento do negócio e a administração da empresa.

Com a ruptura da Bolsa de Nova Iorque, em 1929, a população e o governo norte-americanos passaram a se preocupar em participar mais ativamente da gestão das empresas listadas em bolsa. A partir desse contexto, surge o ímpeto dos acionistas em recuperar o poder e alinhar os interesses dos executivos aos seus, caracterizando os primeiros movimentos em direção às práticas de governança corporativa. Um dos principais movimentos nos Estados Unidos foi a constituição do o órgão regulador do mercado de capitais em 1934 (*Securities Exchange Comission* – “SEC”), que derrubou a idéia de o governo não intervir na economia (oriunda do capitalismo liberal).

A complexidade das diferentes formas de organização capitalista em cada país foi basicamente refletida no desenvolvimento de dois modelos de governança corporativa: o anglo-saxão, encontrado nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, predominante no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa continental (Carvalho, 2002).

A pulverização e a liquidez em bolsa das participações acionárias são características do modelo anglo-saxão. Segundo La Porta (2000), o sistema legal nos Estados Unidos e no Reino Unido proporcionam maior proteção aos acionistas do que aos credores, o que fomenta os respectivos mercados de capitais.

A satisfação ou insatisfação dos investidores com relação à gestão é refletida na variação de preços das ações das empresas. Esse modelo proíbe o uso de informações privilegiadas, demanda transparência e exige a divulgação periódica de informações. Ao contrário do modelo anglo-saxão, no modelo nipo-germânico há maior concentração da propriedade, a liquidez das ações não é priorizada, as participações são de longo prazo e parte relevante pertence aos bancos, e os acionistas reduzem o risco coletando, junto ao corpo administrativo das empresas, informações que julgam essenciais às suas decisões.

De acordo com Lethbridge (1997), a principal diferença entre os modelos supracitados reside no objetivo final da empresa: criação de valor para os acionistas (anglo-saxão) e equilíbrio de interesses entre acionistas e outros grupos impactados pelas atividades da empresa (nipo-germânico). O controle corporativo do tipo shareholder reflete o primeiro modelo (gestão em prol dos interesses dos acionistas) e o segundo é fundamentado no controle do tipo stakeholder (conjunto mais amplo de interesses deve ser contemplado pela ação e pelos resultados da corporação).

2.1.1

Lei sarbanes-oxley (“SOX”) e mudanças exigidas pela bolsa de Nova Iorque (“NYSE”) e pela NASDAQ

O cenário onde se configurou a reforma de 2002 na legislação do mercado de capitais norte-americano foi caracterizado por uma série de transformações dos elementos do sistema de governança corporativa norte-americana, que somados aos escândalos corporativos resultaram na edição da Lei Sarbanes-Oxley, reforma de maior relevância desde a década de 30 (*Price Waterhouse & Coopers*, 2002).

Um desses elementos consiste na elevação da remuneração do executivo baseada em renda variável, principalmente em opções de ações das empresas onde atuam. Contudo, o crescimento da compensação através de ações poderia incentivar a manipulação dos resultados financeiros das companhias, com a finalidade de inflar os valores das ações no mercado para posteriormente vendê-las.

Outro elemento que passou por mudanças significativas foi a composição do quadro de acionistas das corporações, impulsionada pela ampliação de investidores institucionais, ou seja, investidores mais profissionais, que por sua vez, assumem uma postura mais ativa. O conselho de administração também é considerado um elemento que passou por transformações, principalmente por compreender um maior percentual de conselheiros independentes, fortalecendo seu poder fiscalizador. A lei introduziu regras de governança corporativa bastante rígidas, buscando transparência e a credibilidade dos resultados apresentados pelas empresas. Adicionalmente, a lei eleva o grau de responsabilidade dos administradores, auditores e advogados contratados, concede maior independência aos órgãos de auditoria e institui rigorosas punições contra fraudes empresariais. Portanto, afeta a monitoração do conselho de administração a monitoração dos acionistas e a remuneração dos executivos.

As empresas estrangeiras que possuem valores mobiliários registrados na SEC e negociados nas bolsas de valores norte-americanas (ADRs – *American Depositary Receipts* - ou GDSs – *Global Depositary Receipts*) estão sujeitas à SOX. Entretanto, a lei apresenta pontos divergentes da legislação de outros países, tais como: a criação de um comitê de auditoria – no Brasil essa função é exercida pelo conselho fiscal - e a escolha da firma da auditoria externa realizada pelo comitê de auditoria – a lei brasileira atribui essa função ao conselho de administração. Deste modo, empresas japonesas e alemãs (modelo nipo-germânico) que desejam negociar suas ações nas bolsas americanas convergem para o modelo anglo-saxão.

As exigências introduzidas pela SOX lidam com algumas das deficiências da governança corporativa norte-americana e possivelmente ajudaram a recuperar a confiança no sistema de governança corporativa americano. Todavia, acredita-se que algumas empresas instituiriam essas mudanças naturalmente, e a lei já previa punição para relatórios fraudulentos. Adicionalmente, há preocupações com a existência de aspectos ambíguos na lei - alguns até contradizem leis corporativas estaduais - e com sua rigidez.

A interpretação de Holmstrom e Kaplan (2003) é de que a SOX beneficiaria empresas com governança corporativa pouco desenvolvida e implicaria em efeitos negativos para as com governança desenvolvida. Além disso, os custos da implementação da SOX são fixos, o que prejudica empresas de menor porte.

Portanto, a nova lei poderia induzir o fechamento de capital de algumas empresas e impedir a abertura de capital de empresas fechadas.

No intuito de reforçar a governança corporativa das empresas listadas, no mesmo ano de edição da SOX, as bolsas americanas, NYSE e NASDAQ, apresentaram novas exigências. As principais exigências apontadas são as seguintes: aprovação dos acionistas necessária para a maioria dos planos de remuneração; maioria dos conselheiros independentes e sem relação material com a companhia; conselheiros independentes desempenhando maior função no que tange a remuneração e a nomeação de comitês; reuniões regulares de conselheiros desvinculados à gestão. As mudanças implementadas pela NYSE e pela NASDAQ parecem equacionar as questões de governança de forma mais eficiente, objetiva e menos custosa quando comparadas às da SOX.

2.2

Histórico da governança corporativa no Brasil

A estrutura de propriedade e gestão das empresas no Brasil tem passado por um intenso processo de mudança. As empresas brasileiras possuíam estrutura de capital predominantemente familiar e altamente concentrada, em sua maioria administradas por seus proprietários, pouco alavancadas, com acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão. A necessidade de crédito para o desenvolvimento das empresas e a ampliação dos negócios desencadearam um processo de abertura de capital. Este processo ocorreu através da participação de investidores institucionais nas empresas, da fragmentação do controle acionário e da administração profissional da empresa, focada em transparência e na eficiência econômica (Carvalho, 2002).

No período precedente à reestruturação societária, originada pela transferência da propriedade estatal aos grupos privados e pelo controle compartilhado entre grupos nacionais, multinacionais e fundos de pensão, as corporações brasileiras apresentavam algumas características do modelo *stakeholder*. Antes de 1976, o Estado era responsável por estimular e promover o mercado de capitais.

A nova conjuntura, orientada pelo fluxo intenso de capital externo para o Brasil, passou a exigir padrões rigorosos de contabilidade e maior transparência

regulatória e empresarial, tornando necessária a adequação da legislação brasileira às demandas do mundo globalizado. Em 1976, surgiram os grandes marcos legais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” – lei 6.385) e a Lei das Sociedades por Ações (“Lei das S.A.” – lei 6.404).

A estrutura contábil das empresas, deveres e direitos de administradores e acionistas, a forma organizacional, entre outras práticas foram regulamentadas pela Lei das S.A., que também abordava temas associados às boas práticas de governança corporativa, como a prestação de contas, pagamento de dividendos mínimos, direito de recesso e divulgação de informações.

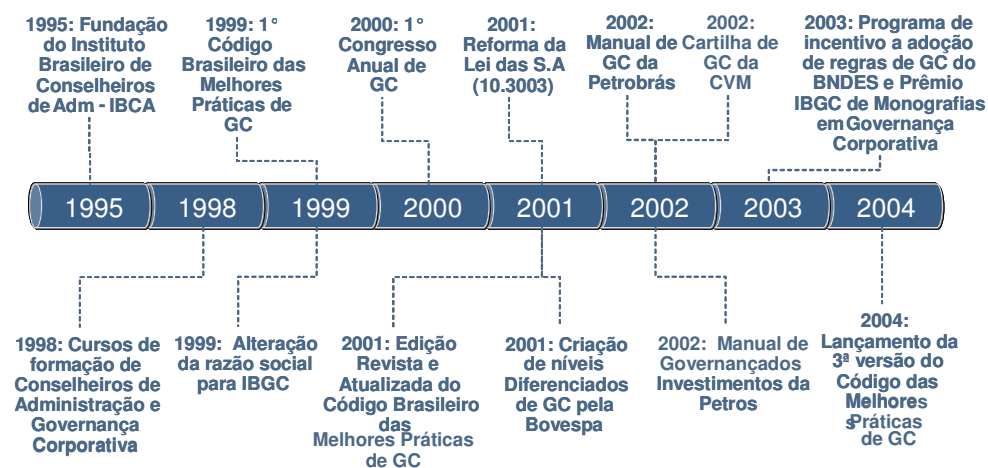
O perfil de alta liquidez do mercado de capitais brasileiro, inicialmente baseado em estrutura familiar e investidores institucionais que se posicionavam fora do controle da empresa, o caracterizou como atrativo para investidores de curto prazo, pouco interessados em dividendos, lucro, conselho de administração e práticas de gestão. Com o aumento da competitividade no mercado de capitais os proprietários foram substituídos por gestores profissionais e passaram a tomar decisões através do conselho de administração. Essa transformação gerou a necessidade de estabelecer mecanismos para que os administradores atendessem os interesses dos acionistas, o que demonstrou um alinhamento ao modelo de governança anglo-saxão.

A governança corporativa começou a ser amplamente discutida no Brasil ao final dos anos 90. Em 1995, foi criado o primeiro órgão brasileiro com foco específico em governança, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC” - figura 1), entidade sem fins lucrativos. De acordo com o IBGC, seu objetivo é “contribuir para otimizar o conceito de governança corporativa nas empresas brasileiras, cooperar com o aprimoramento do padrão de governo das empresas nacionais, para seu sucesso e perpetuação”. Em suma, os principais fatores a favor do desenvolvimento da governança corporativa, citados pelo IBGC incluem: “as privatizações; o movimento internacional de fusões e aquisições; o impacto da globalização; as necessidades de financiamento e o custo do capital; a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais” (IBGC, 2007).

Construiu-se no Brasil um modelo baseado no combate ao controle concentrado do capital, tendo como principal elemento a proteção do acionista

minoritário. Dentro desse propósito a CVM emitiu algumas instruções, entre 1999 e 2000, referentes ao equilíbrio de poder entre controladores e minoritários em situações como operações de fechamento de capital, absorção de ágio pago nas privatizações, fusões, cisões e incorporações. Seguindo essa linha surgiram as leis 10.303 de 2001 e 10.411 de 2002, reformando a Lei das S.A. e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, cujo objetivo constituía-se na proteção dos minoritários com ampliação de seu direito de participação e fiscalização, e em conferir maior autonomia à CVM, para exercer seu poder de regulador e fiscalizador do mercado de capitais.

Figura 1 – Cronologia da Governança Corporativa no Brasil



Fonte: Villares, 2005.

2.3 Reforma da lei das S.A.

Em outubro de 2001, foi sancionada a lei 10.303, a nova Lei das Sociedades Anônimas, que buscava fortalecer o mercado de capitais através da incorporação de questões relacionadas à governança corporativa. A lei das S.A. passou a distinguir normas aplicáveis às companhias de capital fechado àquelas de capital aberto, estabelecendo regras específicas para as companhias abertas. A seguir encontram-se algumas inovações apontadas pelo IBGC (2007):

- 1) Proteção dos acionistas ordinaristas em caso de fechamento de capital da companhia, que deverá ser feito mediante oferta pública formulada

pelo controlador ou pela própria companhia com vistas a adquirir a totalidade das ações em circulação. O preço da oferta deverá tomar como base um ou mais dos seguintes critérios: (i) patrimônio líquido contábil; (ii) patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; (iii) fluxo de caixa descontado; (iv) comparação por múltiplos; (v) cotação das ações no mercado; ou (vi) outro critério aceito pela CVM.

- 2) A proporção entre ações preferenciais e ordinárias sofreu redução, passando de 2/3 para 1/2 - para as companhias constituídas a partir da nova lei.
- 3) Direito de recesso restabelecido em determinadas hipóteses de cisão de companhia – havia sido extinguido para viabilizar as privatizações.
- 4) A partir de 2006, os ordinaristas que representem no mínimo 15% do capital votante da companhia aberta e os preferencialistas que representem no mínimo 10% do capital total terão direito de eleger e poder destituir, por votação em separado, um membro do conselho de administração, desde que comprovem titularidade ininterrupta da participação acionária por três meses.
- 5) *Tag along* - medida em que o comprador assegura aos minoritários pelo menos 80% do valor acertado com o controlador em caso de oferta pública de recompra de ações (Figura 2). Esse direito não foi estendido aos preferencialistas. A lei vigente prevê que bloco de controle, ao cancelar o registro de companhia aberta, pode fixar o preço de aquisição livremente. O direito estava previsto no texto original da lei e foi excluído em 1997, período de início dos processos de privatização das estatais brasileiras.
- 6) Maiores exigências no processo de divulgação de informações para assembleias, bem como o alargamento de seu prazo de convocação.
- 7) Explicitação das regras de atuação do conselheiro fiscal, que pode ser individual e a quem serão estendidas os mesmos deveres reservados aos conselheiros de administração.
- 8) Possibilidade dos estatutos sociais indicarem arbitragem como forma de solução dos conflitos entre a companhia e seus acionistas ou entre minoritários e controlador.

O fortalecimento e independência da CVM, que passa a ter a natureza de entidade autárquica em regime especial com personalidade jurídica e patrimônio próprio, a democratização da gestão empresarial e a tipificação dos crimes contra o mercado de capitais, como o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (*insider information*) com o intuito de obter vantagens na negociação de valores mobiliários (a pena prevista é de reclusão de um a cinco anos e multa de até três vezes o montante do benefício obtido ilicitamente), são outras mudanças trazidas pela lei.

2.4

Níveis diferenciados de governança corporativa e novo mercado

Baseado na idéia do Neuer Markt Alemão de 1997, o Novo Mercado, foi criado em dezembro de 2001, na tentativa de atribuir maior credibilidade aos investimentos no mercado de ações, atrair mais investidores nacionais e estrangeiros, e solucionar o problema da falta de liquidez do mercado de capitais brasileiro. O Novo Mercado “reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais” (Carvalho, 2002, p.14). Empresas listadas na Bovespa, que voluntariamente desejam adotar práticas de governança corporativa e divulgar informações adicionais ao que é exigido pela legislação podem fazer parte do Novo Mercado. Em conjunto ao Novo Mercado a Bovespa também implementou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, desenvolvidos justamente para estimular a adesão gradual das empresas ao Novo Mercado (Bovespa, 2007).

As exigências para listagem no Nível 1 são bastante brandas (Tabela 1) e não contemplam o direito de voto às ações preferenciais em matérias como incorporação e fusão da companhia, além de aprovação de contratos entre a companhia e partes relacionadas (empresas do mesmo grupo); 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. No caso do Nível 2 e Novo Mercado, a principal diferença encontra-se na emissão de ações preferenciais. As empresas Novo Mercado possuem apenas ações ordinárias (todos têm direito de voto) e as

empresas Nível 2 têm ações preferenciais, muito embora os titulares dessas ações preferências tenham direito a voto em matérias específicas.

O Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que pretendem iniciar o processo de abertura de capital e o Nível 2 é voltado às empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na Bovespa, porém, ainda sem condições de convertê-las em ordinárias.

De modo geral, a adesão aos Níveis Diferenciados e Novo Mercado amplia o grau de proteção ao investidor uma vez que as empresas comprometidas com boas práticas de governança oferecem riscos inferiores. Conseqüentemente, melhora a percepção de risco dos investidores e provoca redução do custo de capital das empresas, elevando o potencial de valorização de suas ações.

Tabela 1 – Principais Práticas dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado (Bovespa)

Práticas do Nível 1

- ➔ Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- ➔ Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- ➔ Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;
- ➔ Divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- ➔ Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- ➔ Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- ➔ Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Práticas do Nível 2 (Incluem as práticas do Nível 1)

- ➔ Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- ➔ Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;
- ➔ Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como
 ➔ transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;

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 neste Nível;

➔ Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Práticas do Novo Mercado (Incluem as práticas do Nível 2)

➔ Emissão exclusivamente de ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto;

➔ Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;

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;

➔ A companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação, vedando expressamente a sua emissão.

Fonte: Bovespa (consulta ao site em mar-07).

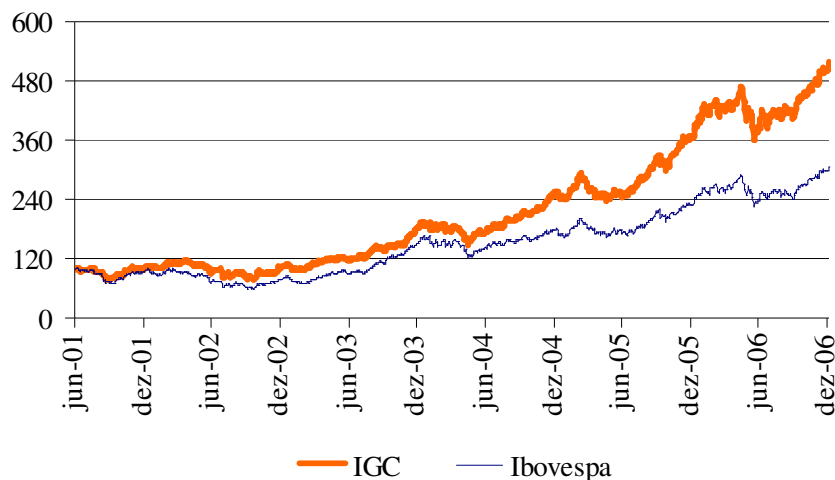
A maior dificuldade na implementação de mudanças nos padrões de governança corporativa jaz no fato de que o aumento do direito dos minoritários reduz o valor do controle das empresas o que vai contra o interesse dos principais grupos econômicos. Entretanto, a criação de mecanismos de adesão voluntária reduz essa dificuldade.

De acordo com a Bovespa (2007), em dezembro de 2006 havia 394 empresas listadas na Bovespa, das quais 9,1% listadas no Nível 1 de governança corporativa, 3,6% no Nível 2, 11,2% no Novo Mercado e 76,1% ainda encontram-se no mercado tradicional. No mesmo período, o valor de mercado consolidado das empresas listadas na Bovespa somou R\$ 1,5 trilhão, sendo que cerca 39,8% correspondem ao Nível 1, 4,0% ao Nível 2, 14,4% ao Novo Mercado e 41,8% ao mercado tradicional.

Com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas, listadas nos Níveis Diferenciados e no Novo Mercado, que

apresentem bons níveis de governança corporativa foi criado o IGC, Índice de Ações com governança Corporativa Diferenciada. O Gráfico 1 compara a evolução do IGC em relação ao Ibovespa (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo). A valorização acumulada do IGC desde 25/06/2001 a 31/12/2006 foi de 417% em comparação com 206% do Ibovespa.

Gráfico 1 - Índice de Governança Corporativa x Ibovespa (base 100 = 25/06/01)



Fonte: Economática (consulta em mai-07).

2.5 Criação de valor econômico

A criação de valor econômico baseia-se no conceito de lucro econômico, que pressupõe a existência de lucro somente após a remuneração do capital empregado ao seu custo de oportunidade.

A métrica de criação de valor avalia o desempenho histórico ou futuro de uma empresa, a partir de outra perspectiva, pois aponta as características que resultaram na criação ou destruição de valor, menos perceptíveis através de análises convencionais. Inúmeros investidores e analistas do mercado financeiro têm utilizado o conceito de criação de valor econômico para avaliação de desempenho de investimentos e seleção de carteiras (Unibanco *Research*, 2001).

Dentre os principais objetivos da governança corporativa encontra-se o aumento do valor da sociedade. Portanto, métricas que consigam capturar o aumento ou redução de valor da sociedade, de maneira eficiente e completa, são bastante valorizadas pelo mercado financeiro.

O valor econômico criado tem o intuito de retratar a realidade econômica da companhia da maneira mais fidedigna possível. Por conseguinte, a utilização do conceito pode ser considerada um indicador de adoção de boas práticas de governança corporativa, pois sugere ajustes gerenciais dos números contábeis no intuito de desencorajar a manipulação dos lucros e tornar as medidas de desempenho imunes aos erros contábeis. Ademais, é considerada a métrica mais correlacionada à criação de valor para o acionista, haja vista que a aplicação do conceito como sistema de gestão e base para remuneração dos executivos permite o alinhamento dos interesses desses e dos acionistas.

As vantagens observadas no valor econômico criado envolvem a inclusão de todo o custo de capital empregado no negócio (inclusive o custo de oportunidade), redução de distorções contábeis e comparabilidade entre períodos distintos (coordena os investimentos com os benefícios gerados). Adicionalmente, o fato de ser um valor absoluto pode tornar a magnitude do ganho ou da destruição mais evidente.

O ponto de partida para o cálculo da criação de valor econômico são as demonstrações contábeis tradicionais, que devem ser ajustadas de modo a eliminar efeitos não operacionais na atividade da companhia. Malvessi (2001) indica que a abordagem de patrimônio líquido ajustado, desenvolvido pela Stern Stewart, requer no mínimo 10 ou 15 ajustes nas demonstrações financeiras, de um total de 160 possibilidades. Tais ajustes, apresentados de forma mais detalhada no Capítulo 3 deste estudo, possibilitam a conversão de registros contábeis em valores que se aproximam da realidade econômica da empresa. Antecipa-se a dificuldade para efetuar todos os ajustes necessários sobre as demonstrações financeiras publicadas, devido à publicação das rubricas em formato resumido e à ausência de esclarecimentos técnicos nas notas explicativas apresentadas pelas companhias.

Em suma, a criação de valor econômico trata-se do resultado operacional líquido depois de impostos da empresa (Nopat - *Net Operating Profit After Taxes*)

reduzido pelo o encargo proveniente do uso do capital fornecido por terceiros e por acionistas (capital empregado x custo de capital), ou:

Fórmula 1

Criação de Valor Econômico = Nopat – (capital empregado x custo de capital)

A finalidade da criação de valor econômico consiste na separação das atividades operacionais das financeiras, destacando os resultados de cada uma (Unibanco Research, 2001). Ao passo que o Nopat mensura a geração de lucros proveniente dos ativos operacionais disponíveis na companhia, refletindo decisões operacionais de seus administradores, decisões concernentes ao financiamento podem ser capturadas através do encargo de capital e do custo de capital.

O volume de recursos investidos para que uma companhia gere Nopat é denominado capital empregado. O capital financeiro representa recursos onerosos de terceiros somados aos investidos pelos acionistas da empresa. Por outro lado, o capital operacional demonstra a aplicação dos recursos em atividades operacionais, ou capital de giro líquido (ativo circulante operacional, excluindo caixa, menos o passivo não oneroso de curto prazo) acrescido aos ativos de longo prazo menos passivos não onerosos de longo prazo.

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*), outro componente relevante para a criação de valor econômico, significa o retorno mínimo requerido pelos credores e acionistas para compensar o risco de aplicação de seus recursos na empresa. Trata-se da média ponderada dos custos de capital de terceiros e de acionistas.

Conforme assinalado por Malvessi (2001), a criação de valor econômico é favorecida pelo crescimento do Nopat sem aplicação de capital adicional, pelo aumento da produtividade dos ativos operacionais disponíveis e utilizados no negócio, pelos investimentos em projetos com retornos superiores ao custo médio ponderado de capital da empresa e pelo crescimento sustentável do negócio.

Após a apresentação dos parâmetros observados no cálculo de criação de valor econômico, conclui-se que a métrica possibilita análise mais profunda da estrutura de capitais, das unidades de negócio, 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. Portanto, a criação de valor para o acionista reflete o alinhamento de interesses entre administradores e acionistas.

2.5.1

Estudos sobre criação de valor econômico e desempenho em bolsa de valores

A criação de valor econômico tem sido objeto de uma variedade de estudos ao longo dos últimos anos. Apesar da maioria dos estudos elaborados focarem na relação estatística entre a criação de valor, outras métricas convencionais de análise de desempenho, e o preço das ações em bolsas de valores, há trabalhos com abordagens mais fundamentalistas. Na sequência encontram-se alguns dos trabalhos supramencionados.

Em 1996, Lehn e Makhija constataram uma correlação positiva significativa entre a criação de valor econômico e valorização das ações em bolsa. A amostra compreendeu 241 empresas norte-americanas durante o período de 1987 e 1993. Observaram que a criação de valor econômico consiste em medida de desempenho para monitoramento e avaliação de empresas mais significativa que medidas convencionais (retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre vendas).

O trabalho realizado por Chen e Dodd (1997) baseou-se em uma amostra de 566 empresas americanas, retiradas do banco de dados da Stern Stewart, pelo critério de valor de mercado, para o período de 1983 a 1992. Analisou-se a correlação entre o retorno das ações e indicadores de desempenho, tais como lucro residual não ajustado, lucro por ação, retorno sobre ativos, retorno sobre patrimônio líquido e criação de valor econômico. As conclusões em termos de criação de valor econômico e desempenho das ações foram expressivas, uma vez que o modelo apresentou alta significância estatística (41,5% das variações dos retornos das ações podem ser explicadas pela variação da criação de valor econômico). Os autores concluíram que, no concernente à informação, o sistema de desempenho baseado na criação de valor econômico agrega valor superior aos sistemas convencionais de avaliação. Adicionalmente, verificou-se o poder de explicação da criação de valor econômico 28% superior na comparação com as informações contábeis tradicionais.

Na tentativa de identificar uma medida objetiva para avaliar o desempenho da empresa, Garvey and Milbourn (2000) realizaram um estudo contemplando correlação estatística simples entre a criação de valor econômico ou lucro e retorno das ações. Os autores sugerem que a criação de valor econômico é uma medida razoavelmente crível para avaliar o desempenho da empresa.

No Brasil, Souza e Jancso (2003) elaboraram um estudo cujo objetivo consistia em comparar o desempenho em bolsa das ações de companhias brasileiras que implementaram a métrica de criação de valor econômico com o Ibovespa e com uma carteira de companhias comparáveis. A amostra consistiu de 9 companhias, clientes da Stern & Stewart, que implementaram o sistema de gestão baseada em criação de valor econômico em suas operações. Os resultados demonstraram que a carteira de empresas que utilizavam a métrica de criação de valor obteve melhor retorno que o Ibovespa e que a carteira de empresas comparáveis.

Okimura e Sousa (2004) aplicaram o método dos mínimos quadrados ordinários para um painel de 109 companhias abertas não financeiras negociadas na Bovespa entre os anos de 1997 a 2003. Foram obtidas evidências em favor da hipótese de que a métrica de criação de valor econômico é superior ao lucro líquido e ao fluxo de caixa operacional na associação com o retorno das ações das companhias abertas brasileiras. De acordo com os autores, métricas de desempenho que consideram o custo de oportunidade dos recursos investidos na companhia fornecem melhor predição do retorno das ações do que as baseadas apenas em dados contábeis. Portanto, concluem que a adoção de métricas de criação de valor econômico para tomada de decisão, avaliação de desempenho e recompensa dos gestores é relevante para maximizar a criação de valor para os acionistas.

Em 2005, os autores Ferguson, Rentzler e Yu investigaram se empresas adotaram o sistema de gestão da Stern Stewart, baseado no valor econômico, devido ao baixo desempenho das ações (baixa lucratividade), e se a referida adoção resulta em melhoria do desempenho de tais ações (maior lucratividade). As evidências são insuficientes para concluir se companhias adotam a métrica de criação de valor econômico por conta de baixo desempenho de suas ações ou que a adoção melhora esse desempenho. Contudo, empresas que adotam a métrica

possuem lucratividade acima da média de empresas comparáveis, no período anterior e posterior à adoção. Ademais, há alguma evidência de que, após a adoção da métrica de criação de valor econômico, empresas experimentam aumento de sua lucratividade em relação aos seus comparáveis. O estudo examina 65 empresas que tornaram-se clientes da Stern Stewart entre os anos de 1983 e 1998. Os retornos anormais mensais foram computados para cada empresa, no horizonte de 60 meses anterior e 60 meses após a adoção da métrica.