

---

**ANÁLISE DA CRIAÇÃO DE VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA NOS DIFERENTES NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA  
NO PERÍODO DE 2008 A 2012**

***VALUE CREATION ANALYSIS OF THE COMPANIES LISTED UNDER THE LEVELS  
OF CORPORATE GOVERNANCE OF BM&FBOVESPA, FROM 2008 TO 2012***

Lumila Souza Girioli (UNIMEP) *lumilagirioli@yahoo.com.br*

Eric Felipe da Silva de Souza (UNIMEP) *feliperic@live.com*

Igor Vasconcelos Nogueira (UNIMEP) *igorvasconcelosnogueira@gmail.com*

José Francisco Calil (UNIMEP) *jfcalil@terra.com.br*

Endereço Eletrônico deste artigo: <http://www.raunimep.com.br/ojs/index.php/regen/editor/submission/757>

---

**Resumo**

Muito se discute sobre os efeitos da globalização na realidade das empresas e fica evidente a necessidade da adoção de práticas bem avaliadas, no sentido de criar vantagem competitiva. O mesmo acontece com a geração de valor e de riqueza para investidores, que é um requisito primordial para a sobrevivência das empresas cujos papéis são negociados no mercado de ações. Dessa forma, a presente pesquisa teve como objetivo investigar a realidade de todas as empresas brasileiras com listagem na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012, visando identificar quais delas possuem práticas de governança corporativa e partindo do pressuposto de que as empresas listadas nos segmentos de governança corporativa tem maior capacidade de geração do valor para o acionista. O método utilizado para a parte teórica se deu através de pesquisa bibliográfica, enquanto que os dados práticos foram obtidos no banco de dados Economática<sup>®</sup> e receberam tratamento estatístico para cálculo do teste de diferença de médias pelo SPSS Statistics<sup>®</sup> versão 17. Os resultados alcançados demonstraram uma superioridade no desempenho de criação de valor (mensurado pela métrica EVA<sup>®</sup>) obtendo-se uma média de 401,43 para as empresas que possuem listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa, ante 369,34 das empresas do mercado tradicional, dentro de um intervalo de significância estatística de 95,2%. Com isso, fica evidente a importância das boas práticas de governança para o desenvolvimento das organizações e a oportunidade de valorização das mesmas no mercado de ações.

**Palavras-chave:** Criação de valor; Governança Corporativa; EVA<sup>®</sup>.

## **Abstract**

Discussions about the effects brought by the globalization process regarding the companies' activities became very popular and they have led us into realizing how important is the adoption of good practices in order to increase competitiveness level. The same happens to shareholders value and wealth creation, once this is the starting point to survive on the stock market. Thus, the current research aimed to investigate the environment in place for BM&FBOVESPA's listed companies from 2008 to 2012 in an attempt to find out which companies perform corporate governance practices, with a background hypothesis that companies listed under the segmented levels of corporate governance of BM&FBOVESPA can create shareholder value at a higher level than the ones that do not perform such practices. The method applied to theoretical approach was the research of related material on the field analyzed, while the numerical data was obtained through Economática® and processed on SPSS Statistics® version 17 to calculate the Nonparametric Test of 2 Independent Samples. The results achieved demonstrated a superior performance for the companies listed under special levels of corporate governance with an average 401.43 result on EVA® metric, against 369.43 for the companies non-listed under special levels, respecting a 95.2% rate for  $\alpha$ . In summary, it is clear that best practices of corporate governance are important to businesses' development, also that it can come out as an opportunity regarding valuation in the stock market.

**Key-words:** Value creation; Corporate Governance; EVA®.

Artigo recebido em: 16/04/2014

Artigo aprovado em: 30/04/2014

---

## **1 Introdução**

No atual cenário econômico, a competitividade entre as empresas exige cada vez mais a melhoria contínua de seus processos. Somado a isso, a globalização está fazendo as antigas fronteiras geográficas diminuírem, caracterizando um ambiente de economia global. E, com isso, os desafios enfrentados pelas empresas para desenvolverem uma vantagem competitiva multiplicaram-se.

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Ainda assim, para a viabilização do crescimento sustentável das empresas, sobretudo na economia capitalista globalizada, se faz necessária a captação de recursos por meio de financiamentos (SILVEIRA; BARROS, 2008).

Por sua vez, Silveira e Barros (2008) afirmaram ainda que a disponibilidade de capital para financiamento depende da canalização eficiente dos recursos aplicados pelos investidores e que a canalização dos recursos depende da confiança depositada pelos investidores em relação à viabilidade do negócio e ao retorno de seus investimentos. Dessa forma, as práticas de governança corporativa surgem como um mecanismo para proporcionar aos investidores do capital de financiamento uma maior segurança, de forma a conciliar os interesses dos mesmos e dos gestores da corporação.

Tendo em vista estas colocações, a presente pesquisa pretende responder à seguinte questão: Existem diferenças significativas na criação de valor das empresas que possuem um nível diferenciado de Governança Corporativa se comparadas àquelas empresas que não possuem?

Corroborando com a problemática, o objetivo geral deste trabalho é verificar se as empresas que possuem um nível de Governança Corporativa diferenciado criam mais valor (por meio da variável EVA<sup>®</sup>) que as empresas que não possuem.

Os benefícios do desenvolvimento desta pesquisa estão relacionados à exploração de elementos que contribuem para a criação de valor econômico para uma empresa, visto que hoje este é um dos desafios e exigências dentre as empresas, sobretudo aquelas com economia de escala. Além disso, os resultados aqui obtidos poderão viabilizar uma forma diferenciada de análise financeira para as empresas, de forma a mapear os seus processos, entender as causas para o seu desempenho e mensurar os resultados de sua atuação.

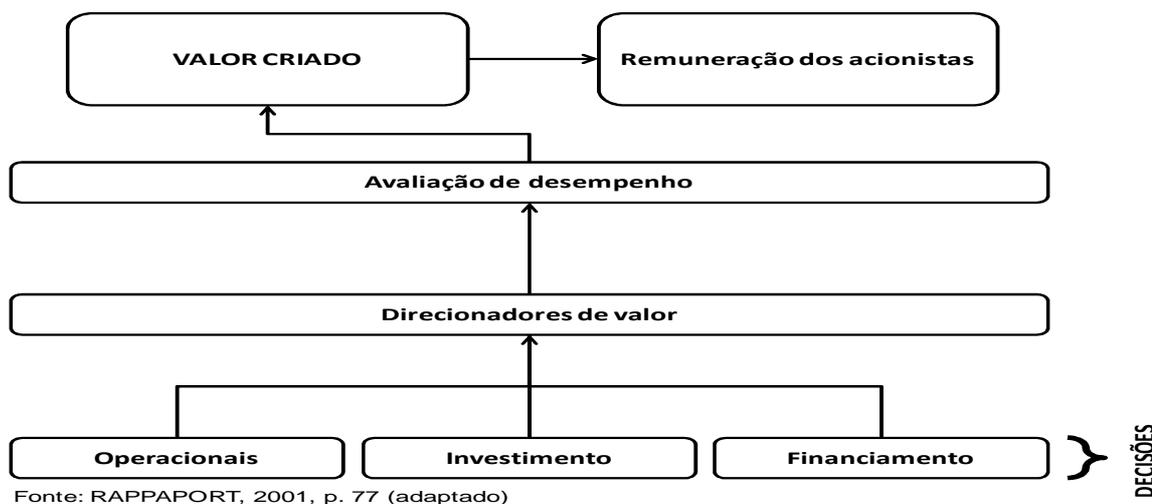
Para alcançar o objetivo proposto o artigo apresenta uma breve exposição teórica sobre Gestão Baseada em Valor, Governança Corporativa, a metodologia desenvolvida no estudo, a análise dos dados coletados e, por fim, as considerações finais e referências.

## **2 Gestão Baseada em Valor**

A Gestão Baseada em Valor (GBV) é um sistema de gestão em que o principal propósito da maximização da riqueza para o acionista no longo prazo é almejado através do alinhamento dos objetivos, da estratégia, dos sistemas e processos, das técnicas de análise, das medidas de desempenho e da cultura organizacional, e o alinhamento entre os interesses dos gestores com as expectativas dos acionistas (Arnold; Davis, 2000 *apud* Carvalho, 2008), ou

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil seja, a GBV pode ser uma saída para amenizar os problemas de conflito de agência (diferenças nos interesses das partes atuantes no ambiente da organização – proprietários do capital e gestores responsáveis pelas decisões). Para Copeland, Koller e Murrin (2002) a GBV também deve impulsionar a busca pelas melhorias envolvidas no processo decisório, seja no nível estratégico ou operacional da organização, que permitirão a criação e manutenção de vantagem competitiva para a empresa.

O processo de criação de valor para os proprietários da empresa é descrito por Rappaport (2001) conforme segue:



**Ilustração 1: Fluxo resumido da criação de valor**

Fonte: Adaptado de Rappaport, (2001, p. 77)

As decisões da empresa devem ser orientadas para os direcionadores de valor adotados pela empresa e estes precisam ser avaliados quanto à eficiência no objetivo maior, que é a criação de valor para o acionista, que dependendo do retorno obtido, poderão reaplicar seus recursos ou optar pelo desinvestimento daquela opção que destrói a sua riqueza.

Para Assaf Neto (2008, p. 181) “o modelo de valor prioriza essencialmente o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados em transformação e agregar riqueza a seus proprietários”. Dessa forma, os esforços de toda a organização precisam ser canalizados para assegurar o alcance destes objetivos.

Entretanto, por mais bem intencionada e estruturada que seja a gestão baseada em valor de uma organização, alguns desafios surgirão: da mesma forma que ocorre a exigência dos consumidores por produtos ou serviços cada vez melhores e menos custosos, as comunidades estão cada vez mais atentas quanto aos esforços das empresas em relação à

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil** responsabilidade social e a ideia de geração de valor para os proprietários muitas vezes contrasta com esse novo cenário e pode ser uma barreira significativa na implementação da GBV; para a efetivação do sistema de gestão é necessário que o mesmo seja incorporado em todas as etapas do negócio, desde o planejamento estratégico, passando pela execução das atividades diárias de cada funcionário, até o chão de fábrica; e até mesmo o entendimento e cálculo das variáveis que compõem a análise da criação de valor (CARVALHO, 2008).

Segundo Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006, p. 107), tais variáveis “não são cotejadas pela contabilidade tradicional na apuração das demonstrações de resultados, e, conseqüentemente, na quantificação da riqueza dos acionistas”, cujo levantamento demanda um esforço por parte da empresa para a sua correta quantificação.

Um erro comum de se deparar, mas que faz toda a diferença quando se trata da análise da criação de valor, é o entendimento entre os conceitos de lucro e valor.

O conceito do lucro deriva-se do conceito econômico proposto por Fischer (1906, *apud* Guerreiro, 1991, p. 02), onde ele é colocado como “um fluxo de riqueza ou serviços em excesso, aquele necessário para manter o capital constante”, que, em outras palavras, são os resultados positivos obtidos pela diferença entre todas as receitas provenientes da operação da empresa e os seus custos e despesas para manter estas operações em determinado período.

O valor é uma medida mais completa que consegue abranger fatores negligenciados na apuração do lucro (níveis de capital de giro e ativos imobilizados), como também a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos credores de capital e o risco inerente ao investimento no negócio, o que concede ao conceito de valor uma característica mais voltada para o longo prazo, para a continuidade do negócio (ASSAF NETO, 2008).

Rappaport (2001, p. 35) ainda afirmou que “em face das diferenças fundamentais entre os lucros contábeis e o valor econômico, o crescimento dos lucros não necessariamente leva a empresa à criação de valor econômico para os acionistas”.

Uma equação simplificada apresentada por Assaf Neto (2008, p. 179) para entender a criação de valor é: “quando as receitas operacionais superarem todos os dispêndios (custos e despesas) incorridos, inclusive o custo de oportunidade, ocorrerá a criação de valor”, o que também pode ser sumarizado pelo retorno a ser oferecido que seja capaz de remunerar o risco assumido pelo acionista ao optar pela decisão de investimento no negócio em detrimento a outras alternativas. Ou seja, o valor é a garantia exigida pelo acionista pela sua disposição em manter o seu capital em um negócio que, em determinado momento, tenha sido atrativo para ele (ASSAF NETO, 2008).

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Desta forma, Assaf Neto (2008, p. 180) entende que a criação de valor é identificada como “consequência das várias estratégias e políticas adotadas pela gestão”, o que remete à necessidade de um direcionamento dos esforços da organização no objetivo primário da criação de valor, que é o conceito genuíno da Gestão Baseada em Valor.

Tendo já estabelecido um sistema organizacional voltado para o valor, é preciso que indicadores sejam criados para auxiliar a avaliação da eficiência da nova abordagem da empresa em conseguir o seu objetivo principal de criação de valor.

Sendo assim, o EVA<sup>®</sup> foi selecionado como o indicador de valor que será utilizado nesta pesquisa, pois as análises de seus resultados conseguem captar melhor a essência da criação de valor e mensurá-los de forma apropriada.

O valor econômico agregado – EVA<sup>®</sup> (*Economic Value Added*, em inglês) trata-se de uma medida de avaliação de desempenho patenteada pela empresa americana de consultoria de valor Stern Stewart & Co. (ASSAF NETO, 2008). Este indicador de valor ganhou reconhecimento no mercado após a publicação de Stewart III, com a obra “*The quest for value*” (1991), que apresenta as particularidades do EVA<sup>®</sup> e os benefícios de sua adoção dentro de um sistema financeiro orientado para o valor através da utilização de exemplos, inclusive de empresas reais, fazendo comparativos com as medidas de desempenho tradicionais. Um dos principais motivos citados por Martins (2006) para o sucesso desta métrica foi o entendimento de que a geração de lucro nem sempre leva ao aumento da riqueza do acionista, uma vez que é necessária a superação do nível do custo de capital para a ocorrência da maximização da riqueza.

O EVA<sup>®</sup> é apresentado por Stewart (1991, p. 118, tradução nossa) como “uma medida do lucro residual após a subtração do custo de capital do lucro operacional gerados pelo negócio”. O autor ainda aponta o EVA<sup>®</sup> como “o coração e a alma do planejamento de valor” (STEWART, 1991, p. 136, tradução nossa), o que justifica a escolha desta métrica para avaliar o desempenho operacional nesta pesquisa, que busca analisar o valor criado por empresas com níveis diferenciados de governança corporativa.

As utilidades do EVA<sup>®</sup>, entretanto, podem ser estendidas para além do processo de avaliação de desempenho, ou seja, também podem ser aplicáveis no planejamento de um negócio. O EVA<sup>®</sup> pode aparecer como a base na definição de metas de desempenho, sendo o nível excedente ao custo de capital o mínimo exigido pelos acionistas para considerar o negócio atrativo (STEWART, 1991, tradução nossa).

Análise da criação de valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA nos diferentes níveis de governança corporativa no período de 2008 a 2012

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil

Para mensurar o EVA<sup>®</sup>, Assaf Neto (2008) propõe a seguinte fórmula:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{Resultado Operacional Líquido} - (\text{WACC} \times \text{Investimento Total})$$

**Resultado Operacional Líquido:** lucro residual obtido após a dedução dos impostos (considerando a estrutura ajustada do demonstrativo de resultado)

**WACC:** custo médio ponderado de capital: 
$$\text{WACC} = [W_1 \times K_i] + [W_2 \times K_e]$$

onde **W**= participação relativa de cada fonte de capital no financiamento total; **K<sub>i</sub>**= custo de capital de terceiros e **K<sub>e</sub>**= custo de capital próprio.

**Investimento Total:** patrimônio líquido mais passivo oneroso (dívidas ou obrigações que geram juros, como empréstimos, financiamentos, etc.)

A Governança Corporativa é o próximo tópico que será abordado, visando esclarecer saídas para o alcance do objetivo central da Gestão Baseada em Valor: a criação de valor como meio de aumento da riqueza dos acionistas e também para minimizar os efeitos dos problemas de agência.

### 3 Governança Corporativa

A Governança Corporativa (GC) teve seu início nas crises da década de 30 e anos posteriores, onde empresas que buscavam novas formas de financiamento de seus recursos - como alternativa à sobrevivência no mercado - precisaram mudar o seu processo de gestão. Este novo processo de gestão se desenvolveu com o surgimento da Teoria da Agência, em meados de 1976 (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2010).

A Governança Corporativa é então um processo de gestão que surgiu da necessidade de equilibrar os interesses dos acionistas e gestores das empresas para que - nas estruturas atuais de administração das Sociedades Anônimas (S/A) - tanto os acionistas (proprietários = principal) quanto os gestores (contratados para a direção executiva das empresas = agentes) sejam beneficiados, dentro de determinadas regras, impedindo maiores conflitos, os chamados conflitos de agência.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC – 2009, p. 19), cabe a definição de que a “governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselhos de administração, diretoria e órgãos de controle”.

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Através da adoção de boas práticas de governança corporativa, é possível otimizar os relacionamentos entre os *stakeholders* da empresa e a criação de metas e indicadores para fornecer dados para seu processo decisório e avaliar o desempenho apresentado pela gestão.

O principal enfoque da Governança Corporativa está em minimizar ou eliminar os conflitos de agência, pois, como indica Andrade e Rossetti (2004), o oportunismo dos agentes executores que desviam o sentido da empresa para a criação de riqueza aos proprietários do capital vão de encontro com a função social do mundo corporativo, que é a geração do máximo retorno para os investimentos. Além disso, Lodi (2000) enfatiza que nos países com economias desenvolvidas a saturação dos mercados de capitais tem pressionado os investidores a buscarem alternativas, onde surgem as economias emergentes como ótimas oportunidades, caso demonstrem desempenho e confiabilidade superiores aos mercados domésticos destes investidores, que vêm na adoção das práticas de governança corporativa uma garantia de probidade, transparência e respeito às leis.

Para a existência de um ambiente com boas práticas de governança, entretanto, se faz necessário um sistema que permita executar e monitorar o cumprimento das regras impostas. Exemplo disso é o próprio amadurecimento de uma cultura direcionada para boas práticas de governança corporativa, em soma a outros fatores como participação atuante do Conselho de Administração, medição do desempenho estratégico, entre outros, conforme apresenta a Ilustração 2:



**Ilustração 2: Fatores para o sucesso da Governança Corporativa**

Fonte: Adaptado de Lodi (2000, p. 31-32)

Cabe salientar a importância do Conselho de Administração no governo da empresa, que exerce função de assegurar o comportamento legal e ético e direcionar a busca pela criação de valor para o acionista (LODI, 2000).

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Outro conjunto de fatores que favorece o sucesso para a governança das empresas é expresso por quatro conceitos que conseguem aglomerar de forma eficaz quais seriam as “regras do jogo” quando se colocam em pauta as boas práticas de governança corporativa. São eles: *compliance*, *accountability*, *disclosure* e *fairness*.

*Compliance* (traduzido do inglês para “estar em conformidade”) se refere à capacidade das empresas em agir norteadas por normas, regulamentos e leis das diversas esferas (éticas, legais, de valores e políticas empresariais, etc.), de forma a prezar pela boa reputação e, sem sombra de dúvidas, da geração de valor a níveis satisfatórios para o aumento da riqueza dos acionistas (SCATENA, 2013).

A segunda vertente identificada é a de *accountability*, que pode ser entendida como a capacidade de prestação de contas de forma clara e responsável, no sentido de que sejam transmitidos dados, informações e fatos verdadeiros sobre a atuação das empresas aos *stakeholders* (ANDRADE; ROSSETTI, 2004). A importância disso se dá justamente pelo fato de que acionistas, fornecedores, credores, colaboradores, comunidades e outras tantas partes interessadas são influenciadas pela realidade das empresas, e a transmissão de uma imagem diferente de suas realidades pode prejudicá-los.

O terceiro pilar identificado se refere ao *disclosure*, que é a característica da transparência no sentido de informações privilegiadas de difícil acesso aos agentes externos da organização (ANDRADE; ROSSETTI, 2004). Nessa ótica, o principal objetivo é igualar as condições de decisões dos acionistas ou outras partes envolvidas com os gestores da empresa, ao passo que:

Mudanças significativas como alterações de participações acionárias, renegociação de valores mobiliários, contingências não incluídas no balanço patrimonial e informações relevantes que impactem o negócio e os resultados corporativos, assim como informações complementares relativas às condições financeiras e operacionais sejam divulgadas com rapidez (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 86-87).

O conceito de *fairness*, apresentado como o quarto pilar que deve nortear as boas práticas de governança corporativa, se resume por “senso de justiça”, conforme apontam ANDRADE e ROSSETTI (2004). Este fator se refere à postura esperada dos agentes, que precisa se alinhar com aquela que seria considerada correta pelo acionista, visando garantir o bom desempenho e perenidade do negócio. Ações relacionadas ao *fairness* são expostas:

A remuneração do executivo principal deverá ser aprovada pelo conselho de administração; os planos de *stock options* (modalidade de remuneração aos executivos por meio de ações) passarão por aprovação dos acionistas; vedação de

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

empréstimos pessoais a diretores executivos, devolução de bônus e lucros distribuídos no caso de retificação de demonstrações financeiras em decorrência de descumprimento relevante de normas estabelecidas; definição de penas para fraudes - que podem se materializar como alterações, destruições, mutilações, ocultações e falsificações de informações ou documentos com a intenção de impedir, obstruir ou influenciar o conhecimento sobre o conhecimento e a análise do desempenho e da situação dos negócios e da gestão (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 87).

Através do exposto, é possível verificar uma interdependência entre os quatro conceitos no sentido de fortalecer a condução correta, clara e justa das operações da empresa para garantir a percepção de valor para as partes relacionadas. Por isso, é correto apresentar a governança corporativa como um sistema composto por diversos mecanismos que monitoram e controlam o cumprimento das expectativas dos acionistas.

Atualmente, no Brasil, são oferecidos níveis diferenciados de adesão voluntária na BM&FBOVESPA, de forma a incentivar as empresas na busca das melhores práticas de governança corporativa, com a contrapartida de reconhecimento no mercado de capitais para negociação de suas ações.

A BM&FBOVESPA formalizou, no ano de 2000, os níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) de governança corporativa para listagem das empresas com negociação no mercado de ações brasileiro, em adição ao já existente Mercado Tradicional. Andrade e Rossetti (2004) apontam que essa proposição trouxe ao mercado grandes mudanças positivas no que concerne à governança corporativa nas empresas, trazendo um amadurecimento e o incentivo ao desenvolvimento sustentável do mercado, sendo que a premissa básica para o seu sucesso reside na “maior proteção e maior presença do investidor minoritário no mercado (...), pois esta é a condição necessária para maior liquidez (...) e que trará benefícios para os próprios investidores” (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 296).

Os níveis mais elevados disponíveis para listagem voluntária na BM&FBOVESPA (Novo Mercado) agregam mais requisitos em relação aos anteriores (Nível 2 e Nível 1), demonstrando, também, que é necessária a apresentação de um grau de amadurecimento das empresas listadas que almejam migrar entre os níveis, tendo como objetivo maior o topo da lista, que é a listagem no Novo Mercado de governança corporativa.

A iniciativa da BM&FBOVESPA com o lançamento dos níveis diferenciados de governança corporativa vai muito além de burocracias ou regulamentos impostos às empresas. Ela oferece um cenário de destaque para as empresas que, tendo como foco a sua expansão no mercado acionário e reconhecimento entre os investidores, se interessam em adotar tais medidas por livre iniciativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Ainda é possível observar outros benefícios trazidos pela implantação de tais “regras” (ANDRADE, ROSSETTI, 2004):

- a) Maior autorregulação sobre os preços de negociação das ações, pois os investidores, baseados nas observações sobre as práticas de governança ou a ausência das mesmas, depositam mais ou menos expectativas sobre as ações, aumentando ou diminuindo a demanda delas e impactando os preços;
- b) Substituição da figura do executivo-chefe controlador e centralizador pelo conselho de administração, que atua como “guarda-costas” do acionista, sempre priorizando seus interesses;
- c) Transformação dos códigos de ética em respaldos para boa governança, mostrando que a prática deve superar a teoria;
- d) Redução dos custos de agência devido o aprimoramento dos controles e da transparência relacionadas aos processos da empresa;
- e) Comprometimento com a criação de valor e geração de riqueza dos acionistas;
- f) Equidade no tratamento dos direitos de acionistas minoritários;
- g) Ganhos em qualidade, integridade e melhoria das avaliações corporativas executadas pelo mercado.

Por tais motivos, a hipótese do estudo sobre a superioridade na criação de valor das empresas com listagem das ações nos níveis diferenciados de governança corporativa foi defendida, pois se verifica a existência de um ambiente favorável para garantia do cumprimento dos interesses dos acionistas e outros *stakeholders*, e, principalmente, da geração de valor para os proprietários de capital.

Há de se considerar, porém, a lacuna ainda existente quanto ao amadurecimento não apenas da temática no Brasil, como também da popularidade das práticas de governança corporativa nas empresas, como apontam Andrade e Rossetti (2004, p. 299) que constataram que “a migração para os segmentos diferenciados não foi massiva, sendo que no primeiro semestre de 2004 apenas 10,8% do total das empresas listadas na bolsa estavam classificadas nos três níveis”. Além disso, devido ao custo elevado para a manutenção de um sistema como o verificado para a governança corporativa e também para operação na bolsa de valores, criou-se, por consequência, uma barreira para a adesão das pequenas e médias empresas (PMEs), que constituem a grande maioria do universo das empresas atuantes no país. Por isso, iniciativas que consigam atender tais organizações (como, por exemplo, o segmento Bovespa

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil Mais) deveriam ser elaboradas para o desenvolvimento da economia brasileira e aumento da competitividade no mercado internacional.

## 4 Metodologia

Nesta seção apresenta-se a metodologia do trabalho, contendo a tipologia do estudo, os instrumentos de coleta e análise dos dados, as hipóteses e o universo e amostra da pesquisa.

### 4.1 Tipologia do trabalho

A tipologia de pesquisa utilizada na elaboração deste artigo, segundo a proposta de Beuren (2009), quanto aos objetivos foi a pesquisa bibliográfica, pois objetivou recolher informações e conhecimentos prévios acerca de uma hipótese que se quis experimentar. No que se refere aos procedimentos, foi realizada a pesquisa do tipo estudo de caso, mais especificamente, estudo de múltiplos casos, onde foram levantados dados das empresas que estão listadas nos diferentes segmentos de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Quanto à abordagem do problema, foi realizada a pesquisa quantitativa, pois foi verificada a criação de valor das empresas através do cálculo do indicador EVA<sup>®</sup> e da aplicação de ferramentas estatísticas (teste de diferença de médias) para a análise dos dados.

### 4.2 Instrumentos de coleta de dados

A coleta de dados foi realizada por meio de consultas documentais aos demonstrativos financeiros das empresas listadas na bolsa, seja no próprio banco de dados da BM&FBOVESPA ou nas outras fontes (Economática<sup>®</sup> e *site* do Instituto Assaf).

Portanto, o nome da empresa, assim como o seu setor de atuação e seu nível diferenciado de governança corporativa (caso possua) foram coletados. Para o cálculo do WACC, foram levantados os dados de custo de capital próprio ( $K_e$ ) e custo de capital de terceiros ( $K_i$ ), para então prosseguir com a etapa de cálculo do EVA<sup>®</sup>.

Em relação ao cálculo da métrica EVA<sup>®</sup> ele foi realizado considerando os ajustes necessários conforme a fórmula exposta na ilustração 3 (seção 5).

### 4.3 Hipóteses

A hipótese deste trabalho é que existe uma diferença significativa no que se refere à criação de valor entre as empresas que adotam práticas de níveis diferenciados de governança corporativa e aquelas que não possuem.

Sendo assim, as hipóteses gerais que norteiam esta pesquisa são:

**H<sub>0</sub>:** Criação de valor para empresas com níveis diferenciados GC = Criação de valor para empresas sem níveis diferenciados de GC.

**H<sub>1</sub>:** Criação de valor para empresas com níveis diferenciados GC > Criação de valor para empresas sem níveis diferenciados de GC.

### 4.4 Universo e amostra

O universo a ser avaliado para a coleta dos dados será a totalidade das empresas que estão listadas na BM&FBOVESPA, sem distinção entre o segmento industrial da mesma, de seu porte, da existência de mecanismos de governança corporativa, etc. No mês de abril de 2013, a bolsa de valores contava com 457 empresas com negociação de ações em mercado (BOLETIM EMPRESAS, 2013).

A parcela de amostragem dos dados que foi utilizada para a análise dos dados foram as empresas com listagem na bolsa de valores com níveis diferenciados de governança corporativa (N1, N2 e NM), que tinham uma representatividade de 39,80% do número total de 457 empresas em abril de 2013, sendo: Novo Mercado com 129 empresas, Nível 1 apresentou 33 empresas e Nível 2 continha 20 empresas (BOLETIM EMPRESAS, 2013).

A definição da amostragem se deu pelo método de conveniência, dada a circunstância colocada nas hipóteses de que existem diferenças significativas na criação de valor para empresas com níveis diferenciados de governança corporativa. Os critérios considerados para a seleção por conveniência foram: a) Cadastro com *status* ativo no Economática<sup>®</sup>; b) Tipo de ativo: apenas ações; c) Negociação dos papéis na BM&FBOVESPA; d) Eliminação das empresas com atuação nos setores relacionados a Finanças e Seguros e Fundos (como bancos, holdings, seguradoras, etc.), pois suas estruturas de capital possuem uma estrutura diferenciada, não contemplando o objetivo proposto para esta pesquisa; e) Filtro pelos tipos de ações para as empresas que apresentavam mais que um cadastro, mantendo apenas os

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil cadastros das ações ordinárias (pois as empresas do Novo Mercado são impreterivelmente desse tipo, sendo necessário o desdobramento dessa característica para todas as empresas); f) Eliminação das empresas que não apresentaram dados para a variável  $\beta_L$  (beta alavancado, utilizada para o cálculo do  $K_e$ ) nos cinco anos; g) Eliminação das empresas que mesmo depois de todos os filtros mencionados não apresentaram dados para todos os anos analisados.

#### 4.5 Instrumentos de análise dos dados

Os instrumentos e métodos utilizados para subsidiar a análise dos dados, visando o teste de hipóteses apresentado foram o Excel<sup>®</sup>, para cálculos e desenvolvimento de modelos e ferramentas estatísticas; e o teste de Diferença de Médias (via SPSS Statistics<sup>®</sup> versão 17), como metodologia central de análise dos dados.

Quanto ao método escolhido para análise dos dados, identificou-se o teste de diferença de médias como o mais oportuno, tendo em vista a finalidade desta metodologia de testar hipóteses sobre diferenças entre duas médias através da análise da variância das médias obtidas para amostras independentes (Downing; Clark, 2000), que no caso do objetivo geral proposto para a pesquisa, seria a observação da criação de valor média entre as empresas que possuem níveis diferenciados de governança corporativa e a das empresas que compõem o mercado tradicional (sem níveis diferenciados de governança corporativa).

### 5 Apresentação dos Dados Coletados

O levantamento dos dados para a análise estatística sobre a criação de valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA se deu pela base de dados Economática<sup>®</sup> quase que em sua totalidade, exceto para obtenção das *proxies*  $R_f$  (retorno do *risk free*, onde se utilizou o rendimento anual da poupança mais a taxa de referência) e  $R_m$  (retorno esperado sobre o índice de mercado, onde se utilizou a variação do índice Ibovespa em relação ao ano anterior), ambos utilizados no cálculo do custo de capital próprio ( $K_e$ ), que foram consultadas nos *sites* do Banco Central do Brasil (2013) e da BM&FBOVESPA (2013), respectivamente. Neste último também foram pesquisados os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o segmento de atuação de cada empresa.

O período definido para as análise abrangeu os anos de 2008 a 2012, sendo a data inicial escolhida devido este ano ter protagonizado a crise financeira iniciada nos Estados Unidos, que afetou a economia globalmente desde então.

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil

Conforme definido na seção 4.4, foram consideradas todas as empresas com negociação na BM&FBOVESPA como sendo o universo dos dados e após a inserção dos filtros resultou-se na amostra de 198 empresas, divididas em Mercado Tradicional (sem práticas de Governança Corporativa) e Governança Corporativa (que apresentam práticas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa – Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1). Vale a ressalva para as fórmulas consideradas para as variáveis do EVA<sup>®</sup>:

<b>EVA<sup>®</sup> = Result. Operac. Líq. - (WACC x Investimento Total)</b>
<b>Resultado Operacional Líquido = (LAIR + Despesas Financeiras) - 34%</b>
<b>Investimento Total = Patrimônio Líquido + Passivo Oneroso</b>
<b>WACC = (W<sub>i</sub> x K<sub>i</sub>) + (W<sub>e</sub> x K<sub>e</sub>)</b>
<b>W<sub>i</sub> = Passivo Oneroso / Investimento Total</b>
<b>K<sub>i</sub> = Despesas Financeiras / Passivo Oneroso</b>
<b>W<sub>e</sub> = Patrimônio Líquido / Investimento Total</b>
<b>K<sub>e</sub> = R<sub>f</sub> + β x (R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>)</b>

**Ilustração 3: Variáveis para cálculo do EVA<sup>®</sup>**

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Assaf Neto (2008)

Após o levantamento das variáveis necessárias, calculou-se o EVA<sup>®</sup> no Excel<sup>®</sup> e prosseguiu com a importação dos dados para o software estatístico SPSS Statistics<sup>®</sup> versão 17.

Para efeito de uma análise mais adequada sobre a criação de valor das empresas, não foram utilizados os dados absolutos obtidos por meio dos cálculos do EVA<sup>®</sup>, mas a variação entre os anos. Isso se deveu pelo fato de que a utilização dos dados absolutos do lucro econômico para cada ano poderia comprometer as análises e testes para verificação da criação de valor, uma vez que, ao utilizar o critério absoluto, interferências como o reflexo da crise econômica em anos isolados acabariam distorcendo as medições pretendidas das médias das empresas em termos de criação de valor. Quando se utiliza a variação de um ano para outro, é possível analisar a proporção de criação/destruição obtida pela divisão da diferença entre o ano X2 e X1 pelo módulo de X1, ou seja:

$$\text{Var EVA}^{\circledast} = \frac{(\text{Ano X2} - \text{Ano X1})}{|\text{Ano X1}|}$$

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Devido ao estabelecimento desse critério para o indicador de criação de valor, foram observados apenas dados da variação do EVA<sup>®</sup> de 2009 até 2012, pois os dados absolutos do EVA<sup>®</sup> em 2008 serviram como referência para o comparativo de 2009, sendo que a opção pela coleta de dados e cálculos para o EVA<sup>®</sup> das empresas em 2007 foi vislumbrada como inapropriada, devido esse período ainda não demonstrar sinais da crise financeira no desempenho das empresas, o que geraria uma discrepância entre os cenários antes e depois da crise, podendo incorrer em distorções nas médias das observações estatísticas.

Para os dados que apresentaram o valor 0 (zero), foram mantidas as células em branco no Excel<sup>®</sup>, pois na ocorrência da utilização dos mesmos, se observaria um efeito indesejado no cálculo da média da criação de valor no SPSS Statistics<sup>®</sup> versão 17, pois o dado seria identificado como um ponto de observação no total da amostra, reduzindo a média aferida pelo fato que o valor zero seria somado ao montante e, conseqüentemente, o valor de *n* para a média também seria ajustado para esse novo ponto. Quando se apresenta o valor do dado em branco, o cálculo da diferença de média automaticamente identifica tal como um *missing value* (ponto perdido), não impactando a medição adequada pretendida para a pesquisa.

Estabeleceu-se que a verificação estatística para a rejeição ou não rejeição de hipótese nula ( $H_0$ ) se daria por uma análise geral com todas as observações de 2009 a 2012, uma vez levada em consideração a característica do mercado acionário de investimentos com expectativa de retorno no longo prazo. Para isso, foram atribuídos valores numéricos (*dummy*) para os níveis de governança corporativa das empresas visando à posterior análise estatística dos dados pelo SPSS Statistics<sup>®</sup> versão 17, pois o *software* requer este tipo de classificação para reconhecer e segregar os valores dos dados de acordo com a particularidade definida para análise.

Dessa forma, as empresas classificadas como Mercado Tradicional não possuem listagem diferenciada na BM&FBOVESPA, ou seja, não apresentam práticas de governança corporativa e as Com Governança Corporativa, possuem algum tipo de listagem (seja no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado).

<b>Práticas de Governança Corporativa</b>	<b>Classificação</b>
Mercado Tradicional	0
Com Governança Corporativa	1

**Ilustração 4: Classificação das empresas por práticas de governança corporativa**

Fonte: Elaborado pelos autores

Com o detalhamento das empresas por nível diferenciado de listagem de governança corporativa, mais categorias de *dummy* foram utilizadas (Ilustração 5):

Nível diferenciado de Governança Corporativa	Classificação
Mercado Tradicional	0
Novo Mercado	1
Nível 2	2
Nível 1	3

**Ilustração 5: Classificação das empresas por nível de governança corporativa**

Fonte: Elaborado pelos autores

Buscou-se além da análise geral com todas as empresas uma segunda classificação para testar os níveis diferenciados que apresentam maior criação de valor em relação ao Mercado Tradicional, o que resultou em mais três análises isoladas entre Mercado Tradicional (MT) *versus* Novo Mercado (NM), Mercado Tradicional *versus* Nível 2 (N2) e Mercado Tradicional *versus* Nível 1 (N1).

Após uma análise estatística descritiva exploratória, verificou-se que a distribuição dos dados não apresentava normalidade com nível de significância estatística de 95% ( $\alpha \leq 0.050$ ), o que gerou a necessidade de utilização de testes não-paramétricos - no caso da diferença de média, o *Nonparametric Test of 2 Independent Samples* (teste não-paramétrico para duas amostras independentes) no SPSS Statistics® versão 17 (Ilustração 6).

Test Statistics <sup>a</sup>		EVA
Most Extreme Differences	Absolute	,081
	Positive	,020
	Negative	-,081
Kolmogorov-Smirnov Z		1,112
Asymp. Sig. (2-tailed)		,169

**Ilustração 6: Teste da normalidade dos dados**

Fonte: *Output* do SPSS Statistics®

O teste de Kolmogorov-Smirnov para a normalidade dos dados apresentou significância estatística de 83,10% (ou seja,  $\alpha = 0,169$ ), sendo esta insuficiente para a

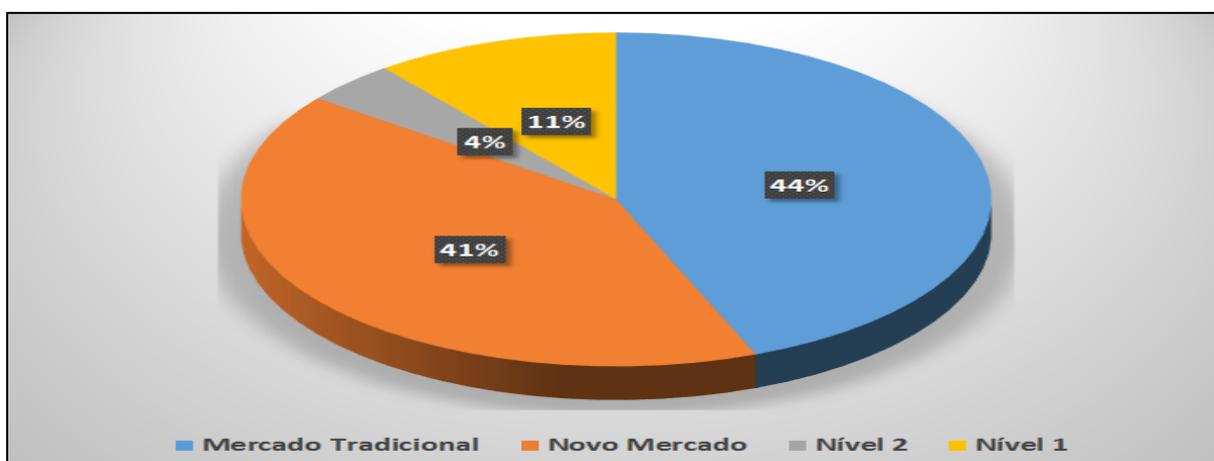
Análise da criação de valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA nos diferentes níveis de governança corporativa no período de 2008 a 2012

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil aplicação de testes paramétricos (pois a condição básica para tal é  $\alpha \leq 0,050$ , ou 95% de nível de significância estatística).

Com isso, considerando todas as empresas que se enquadram nos critérios de aceitação comentados acima nos quatro anos com dados referentes às variações do EVA<sup>®</sup>, acumula-se um total de 198 empresas que possuem ou não práticas de Governança Corporativa, sendo o total de pontos válidos equivalente a 774 pontos válidos e os 18 restantes, pontos perdidos, ocorridos pelas empresas que apresentaram valor zero para a variação do EVA<sup>®</sup> em um ou mais anos.

## 6. Discussão dos Dados Coletados

O panorama geral das empresas, segundo a classificação preliminar de evidências de práticas de Governança Corporativa é que 111 empresas (56%) possuem práticas de governança corporativa e acrescidas as 87 empresas do mercado tradicional (empresas listadas nos segmentos Mercado Tradicional, Balcão Organizado e Bovespa Mais, 44%) totalizam 198 empresas. A Ilustração 7 detalha as classificações dos níveis diferenciados.



**Ilustração 7: Detalhamento das empresas por nível de governança corporativa**

Fonte: Elaborado pelos autores

Cabe ressaltar que esse cenário demonstrado na Ilustração 7 espelha a amostragem obtida após as regras apresentadas na seção anterior, estas consideradas imprescindíveis para a qualidade das análises desta pesquisa, o que pode diferir se analisado o ambiente completo das empresas listadas na BM&FBOVESPA (MT = 87 empresas, 44%; NM = 82 empresas, 41%; N2 = 8 empresas, 4%; N1 = 21 empresas, 11%).

Análise da criação de valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA nos diferentes níveis de governança corporativa no período de 2008 a 2012

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil**

Como já destacado, o cenário para a frequência dos dados se deu por 774 pontos válidos (total de dados da variação do EVA<sup>®</sup> de 2009 a 2012) e outros 18 *missing values* (dados faltantes da variação do EVA<sup>®</sup> em algum dos anos para as empresas), ou seja, um total de 792 pontos (198 empresas x 5 anos = 792 pontos).

A ilustração 8 apresenta a representatividade dos dados válidos:

	Quantidade de empresas	Representatividade
Mercado Tradicional	336	43,41%
Governança Corporativa	438	56,59%

**Ilustração 8: Classificação geral dos dados válidos**

Fonte: Elaborado pelos autores

Para as frequências apresentadas, também se considerou um nível de significância estatística de 95% ( $\alpha \leq 0,050$ ), onde o resultado obtido através do teste não paramétrico de duas amostras independentes no SPSS Statistics<sup>®</sup> versão 17 foi:

**Tabela 1: Medidas da criação de valor (geral)**

<i>Nível GC</i>	<i>N</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Sum of Ranks</i>
Mercado Tradicional	336	369,34	124097,00
Governança Corporativa	438	401,43	175828,00
<b>Total</b>	<b>774</b>		

<i>Test Statistics<sup>a</sup></i>	
	<i>Var EVA<sup>®</sup></i>
<i>Mann-Whitney U</i>	67481,000
<i>Wilcoxon W</i>	124097,000
<i>Z</i>	-1,980
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	,048

*a. Grouping Variable: Nível GC*

Fonte: Elaborado pelos autores com base em tela do SPSS Statistics<sup>®</sup>

O teste utilizado aponta que existem diferenças significativas para a proporção de criação de valor quando se utiliza o critério de analisar empresas que possuem práticas de governança corporativa ou que não possuem tais práticas no universo da BM&FBOVESPA.

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil

Para o período analisado as empresas categorizadas como “Governança Corporativa” tiveram um desempenho médio maior (401,43) para a criação de valor em relação às empresas “Mercado Tradicional” (369,34), que demonstra o desempenho das empresas sem práticas de governança. Cabe destacar o valor de  $\alpha$  ( $\alpha = 0,048$ ) obtido para a significância estatística, que é suficiente para cumprir o requisito de 95% estabelecido para a pesquisa.

Como análise adicional, propõe-se comparar os desempenhos de cada nível diferenciado de governança corporativa existente na bolsa de valores com a modalidade comum de listagem das empresas. Os resultados apresentados a seguir demonstram os cenários encontrados para o mesmo período, com base nos mesmos critérios de escolhas dos dados que compõem as amostras e também a aplicação do *Nonparametric Test of 2 Independent Samples* no SPSS Statistics® versão 17.

O primeiro cenário se propôs a comparar o nível mais elevado de governança corporativa existente na BM&FBOVESPA (Novo Mercado) com o Mercado Tradicional (empresas que não estão em nenhum segmento diferenciado de GC). Conforme se observa na tabela 2 destaca-se uma diferença para cima de 30,16 pontos da média de Novo Mercado (NM) quando comparada com a média do Mercado Tradicional (MT). Além disso, a quantidade de dados disponíveis (336 para MT, representando 51,06%; e 322 para NM, que totaliza 48,94% dos dados), permitiu uma análise dentro do padrão de aceitação para  $\alpha$ , com 96.2% de significância estatística (Tabela 2).

**Tabela 2: Médias da criação de valor (MT versus NM)**

<i>Nível GC</i>	<i>N</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Sum of Ranks</i>
Mercado Tradicional	336	314,74	105754,00
Novo Mercado	322	344,90	111057,00
<b>Total</b>	<b>658</b>		

<i>Test Statistics<sup>a</sup></i>	
	<i>Var EVA<sup>®</sup></i>
<i>Mann-Whitney U</i>	49138,000
<i>Wilcoxon W</i>	105754,000
<i>Z</i>	-2,034
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	,042

*a. Grouping Variable: Nível GC*

Fonte: Elaborado pelos autores com base em tela do SPSS Statistics®

Já se comparando empresas do Mercado Tradicional (MT - 336 empresas, representando 91,30% dos dados) versus Nível 2 (N2 – 32 empresas, representando 8,70%) tem-se os seguintes resultados:

**Tabela 3: Médias da criação de valor (MT versus N2)**

<i>Nível GC</i>	<i>N</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Sum of Ranks</i>
Mercado Tradicional	336	182,99	61486,00
Nível 2	32	200,31	6410,00
<b>Total</b>	<b>368</b>		

<i>Test Statistics<sup>a</sup></i>	
	<i>Var EVA<sup>®</sup></i>
<i>Mann-Whitney U</i>	4870,000
<i>Wilcoxon W</i>	61486,000
<i>Z</i>	-,880
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	,379

*a. Grouping Variable: Nível GC*

Fonte: Elaborado pelos autores com base em tela do SPSS Statistics<sup>®</sup>

Nessa terceira análise mais detalhada (Tabela 3) observa-se a constatação de superioridade na criação de valor (200,31) para as empresas com adoção de práticas de governança, porém o intervalo de confiança obtido para a amostra analisada fica comprometido (pois significância igual a 0,379, ou seja, muito acima de 0,05 estabelecido) pela pequena quantidade de dados disponíveis.

Comparando-se as empresas Mercado Tradicional (MT – 336 empresas, representando 80% dos dados) e Nível 1 (N1 – 84 empresas, ou 20% da representatividade) tem-se os seguintes resultados:

**Tabela 4: Médias da criação de valor (MT versus N1)**

<i>Nível GC</i>	<i>N</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Sum of Ranks</i>
Mercado Tradicional	336	208,60	70089,00
Nível 1	84	218,11	18321,00

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil

<i>Nível GC</i>	<i>N</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Sum of Ranks</i>
Mercado Tradicional	336	208,60	70089,00
Nível 1	84	218,11	18321,00
<b>Total</b>	<b>420</b>		

<i>Test Statistics<sup>a</sup></i>	
	<i>Var EVA<sup>®</sup></i>
<i>Mann-Whitney U</i>	13473,000
<i>Wilcoxon W</i>	70089,000
<i>Z</i>	-,642
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	,521

a. Grouping Variable: Nível GC

Fonte: Elaborado pelos autores com base em tela do SPSS Statistics<sup>®</sup>

Novamente, devido à quantidade limitada de dados obtidos, não é possível constatar diferenças baseadas em um intervalo de confiança de 95% (sendo os valores de  $\alpha$  igual a 47,9% para N1) (Tabela 4), o que compromete a análise por essa dinâmica individual (por isso se deveu a análise de todos os dados em conjunto para a aceitação ou rejeição de  $H_0$ ).

Como um balanço dos resultados obtidos pelas diversas análises propostas, verifica-se que a suposição inicial identificada na seção 4.3, que  $H_0$  representaria uma condição onde, após os testes estatísticos, se confirmaria uma igualdade nas médias da criação de valor para o acionista não se comprova pelos dados, o que conduz à rejeição de  $H_0$  pela constatação de diferenças significativas em relação às amostras, sendo que o grupo das empresas com práticas de governança corporativa apresentaram maior nível de criação de valor para o período; isso evidencia a não rejeição de  $H_1$ , justamente pela superioridade observada no desempenho para o indicador proposto (EVA<sup>®</sup>).

Tal resultado remete aos benefícios introduzidos na seção 3, que apresentou a Governança Corporativa como um sistema que se mostra eficaz no monitoramento dos interesses dos acionistas ou proprietários, que podem se manifestar por diversas óticas que conduzem ao topo de suas motivações, que é o aumento de sua riqueza, este diretamente influenciado pelos níveis de criação de valor possíveis para a empresa que se busca analisar.

Outro ponto a ser destacado é o nível de satisfação obtido pela utilização do EVA<sup>®</sup> como a métrica para avaliação do desempenho das empresas que negociam suas ações na

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil** BM&FBOVESPA. Além disso, foi possível visualizar e assimilar na prática os conceitos propostos por Stewart (1991, tradução nossa) de que o EVA<sup>®</sup> pode ser aplicado para a aceitação de novos investimentos criadores de valor e desinvestimento de atividades economicamente inviáveis, de forma a fornecer ferramentas e análises suficientes aos acionistas e credores para aplicação de seus recursos (capital). Mais que isso, fica visível que a adoção da Gestão Baseada em Valor para uma empresa fornece um horizonte expandido no processo decisório uma vez que essa se torne parte da cultura organizacional, com a iniciativa partindo da alta gestão até o nível operacional.

## **6 Considerações Finais**

Com o objetivo que se estabeleceu para a presente pesquisa de verificar a hipótese da superioridade na criação de valor para as empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa em relação àquelas que não adotam tal classificação na BM&FBOVESPA de maneira voluntária, buscou-se levantar tantos embasamentos teóricos, práticos e empíricos quanto fossem necessários para justificar tal suposição.

Como resultados identificados durante os testes aplicados, destacam-se a demonstração clara sobre o grande impacto trazido pelo evento da crise financeira de 2008, iniciada nos Estados Unidos, que contagiou o mundo como um todo e impôs às empresas um novo cenário onde se observou a diminuição da atratividade do mercado de ações no período pós-crise devido às constantes flutuações no desempenho e aumento do risco-retorno, o que demanda das empresas constantes melhorias de desempenho para reconquistar os investidores, estes últimos cada vez mais ávidos por retornos garantidos às suas aplicações no mercado.

Em termos numéricos, nota-se que a predição em relação à superioridade na criação de valor para as empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa se justifica satisfatoriamente. Isso se deve ao fato de que, partindo de uma proposta de análise integrada dos anos, verifica-se uma média para a criação de valor de 401,43 para a parcela composta pelas empresas com práticas de governança, enquanto que para as empresas do mercado tradicional o resultado obtido foi de 369,34, considerando que o intervalo de confiança para os resultados é de 95,2%, ante uma meta de 95% para a significância.

Entretanto, no que se refere à possibilidade de investigações mais minuciosas, o trabalho se limitou pela quantidade de dados disponíveis, uma vez que a janela de anos adotada para as análises abrangeu apenas o período pós-crise (partindo de 2008 a 2012), com

**Revista de Administração da UNIMEP – v.12, n.1, Janeiro/Abril – 2014. Página 200**

**Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil** os dados apresentados por anos. Com a utilização de dados trimestrais, que são disponibilizados no próprio banco de dados Economática<sup>®</sup>, comprovações em nível de especificar com clareza qual das categorias diferenciadas de governança corporativa é mais atrativa na esfera da criação de valor seriam viáveis.

Outra limitação da presente pesquisa residiu na investigação da criação de valor desvinculada dos períodos de adesão ou transição entre os níveis diferenciados de governança corporativa, o que pode distorcer médias aritméticas pelo fato de que não existem ponderações que reflitam a adesão/transição de níveis (as movimentações entre níveis refletem no aumento do custo de capital e, conseqüentemente, no WACC e na própria diminuição do EVA<sup>®</sup>) e, por fim, a ocorrência da crise financeira mundial em 2008, prejudicou muito o desempenho do Índice Ibovespa, *proxy* selecionada para comparar o desempenho das empresas estudadas em relação ao mercado, colocando em cheque a relevância de tal referencial. Como sugestões a pesquisas futuras, pode-se estudar a criação de valor vinculada aos períodos de adesão ou transição entre os níveis diferenciados de governança corporativa e utilizar outro indicador como *proxy* do retorno de mercado, que não o Ibovespa.

## Referências

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- \_\_\_\_\_; ARAÚJO, A. M. P.; FREGONESI, M. S. F. A. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. **Revista de Contabilidade e Finanças USP**. São Paulo. 2006. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34199>>. Acesso em: 18 mar. 2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 12 de junho de 2013.
- BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 10 de junho de 2013.
- BEUREN, I. M. (Organizadora). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. 4. reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil  
BOLETIM EMPRESAS. [s. l.]. a. 12, n. 192, maio 2013. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/download/Boletim-Estatistico-Empresas-maio-2013.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2013.

CARVALHO, I. R. **Gestão baseada no valor**. [s. l.], 2008. Disponível em:  
<[http://www.otoc.pt/downloads/files/1202986089\\_50a59\\_gestao.pdf](http://www.otoc.pt/downloads/files/1202986089_50a59_gestao.pdf)>. Acesso em: 18 mar. 2013.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Makron Books, 2002.

DOWNING, D.; CLARK, J. **Estatística aplicada**. Tradução Alfredo Alves Farias. São Paulo: Saraiva, 2000.

GUERREIRO, R. Mensuração do resultado econômico. **Caderno de estudos**. São Paulo. n. 3. Set. 1991. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1413-92511991000100004&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-92511991000100004&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 22 abr. 2013.

INSTITUTO ASSAF. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br>>. Acesso em: 10 jun. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 27 nov. 2012.

LODI, J. B. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, E. (Organizador). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. 5. reimpr. São Paulo: Atlas, 2006.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. Tradução Alexandre L. G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. 10. reimpr. São Paulo: Atlas, 2010.

SCATENA, C. Compliance como fator competitivo. [s. l.]. Disponível em: <http://www.administradores.com.br/artigos/administracao-e-negocios/compliance-como-fator-competitivo/72760/> Acesso em: 9 set. 2013.

Análise da criação de valor de empresas listadas na BM&FBOVESPA nos diferentes níveis de governança corporativa no período de 2008 a 2012

Lumila Souza Girioli, Eric Felipe da Silva de Souza, Igor Vasconcelos Nogueira, José Francisco Calil SILVEIRA, A. D. M; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd**, Porto Alegre, set. – dez. 2008. ed. 61, vol. 14, n. 3.

SOBRE a bolsa. [s. l.] Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 28 nov. 2012.

STEWART, G. B. **The quest for value:** a guide for senior managers. Nova Iorque: Harper Business, 1991.

---