

RELAÇÃO ENTRE O ÁGIO DAS AÇÕES COM A GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE PREMIUM OF THE SHARES WITH THE CORPORATE GOVERNANCE OF BRAZILIAN COMPANIES TRADED

Mauricio Mello Codesso¹

RESUMO

Os investimentos que possuem foco na transparência, prestação de contas, legalidade e equidade podem gerar valores para os acionistas no longo prazo. A Governança é o conjunto de práticas com finalidades de melhorar o desempenho da companhia buscando maximizar a criação de valor. Desse modo, este estudo tem como objetivo verificar se o ágio das ações gerado pelas empresas integrantes do Novo Mercado da BMF&BOVESPA é maior do que das empresas que não são integrantes. O estudo possui uma pesquisa descritiva, documental com abordagem quantitativa de dados. A amostra da pesquisa é composta pelas 100 maiores empresas de capital aberto de acordo com o ranking da revista Exames de junho de 2011. Os dados utilizados para pesquisa foram coletados por meio do site da BMF&BOVESPA e do banco de dados da Economática. Após o tratamento dos dados, o resultado do z da amostra foi de 1,3534, sendo este menor do que o z crítico 1,96 para um nível de significância de 5 % indicando que não é possível rejeitar a hipótese nula, dessa forma não é possível afirmar que os ágios das ações gerados pelas empresas integrantes do Novo Mercado são maiores do que das empresas que não são integrantes.

PALAVRAS-CHAVE: *Transparência. Novo Mercado. Governança Corporativa. Avaliação de Investimento.*

ABSTRACT

Investments with a focus on transparency, accountability, legality and fairness can generate value for shareholders over the long term. Governance is the set of practices with purposes of optimizing the performance of the company seeking to maximize the value creation. This study aims to determine whether the goodwill generated by the stocks of companies on the Novo Mercado of BMF&BOVESPA is greater than the non-member companies. The study has a descriptive, documentary approach with quantitative data. The survey sample consists of the 100 largest companies in accordance with the magazine ranking Exame issue of June 2011. The data used for research were collected from the website of the BMF&BOVESPA and from Economática's database. After the processing, the result of z of the sample was 1.3534 which is less than 1.96 z critical to a level of significance of 5% indicating that cannot reject the null hypothesis, thus it is not possible stating that the goodwill generated by the stocks of companies on Novo Mercado of BMF&BOVESPA are larger than companies not members of Novo Mercado.

KEYWORDS: *Transparency. Corporate Governance. Evaluation of Investment.*

Introdução

O Novo Mercado foi implantado pela Bovespa em dezembro de 2000, junto com níveis diferenciados de Governança Corporativa. O Novo Mercado descreve os compromissos de Governança Corporativa que as empresas assumem em adição às existentes na legislação atual.

De acordo com a Bovespa (2009), esses compromissos referem-se à melhoria na

¹ Bacharel em Ciências Contábeis pelo Instituto Fayal de Ensino Superior. E-mail: mmcodesso@gmail.com.

qualidade da prestação de Informações. Essas melhorias reduzem as incertezas no processo de avaliação de investimentos e, conseqüentemente, ao risco. A redução do risco incentiva novas aberturas de capitais, fortalecendo o mercado acionário, gerando, assim, uma melhor precificação das ações.

As empresas ao adotarem as melhores práticas de governança corporativa segundo Cabello, Parisi e Oliveira (2007, p.11) “tem como um dos seus objetivos a valorização do produto ação”. Da mesma forma, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa destaca como um dos benefícios da adoção de melhores práticas de governança corporativa, (IBGC 2006, p. 57-60, *apud* Aragão, Ponte, Oliveira e De Luca 2007), “a maior valorização das ações das companhias por conta de investidores dispostos a pagar ágios de governança”.

A diferença entre o valor pago das ações e o valor nominal da ação é chamada de ágio. De acordo com Calderarelli (1997), ágio é lucro proveniente das cotações de mercado da ação em relação ao valor nominal da ação. Da mesma forma, o Manual de Contabilidade das sociedades por ações define que “há ágio quando o preço de custo das ações for maior que seu valor patrimonial.” (FIPECAFI 2006, p 180).

Diante dessa premissa, surge a questão problema do presente artigo: O ágio das ações gerado pelas empresas integrantes do Novo Mercado da BMF&BOVESPA é maior do que das empresas não integrantes?

Com base na questão problema tenta-se alcançar o seguinte objetivo, verificar se o ágio das ações gerado pelas empresas integrantes do Novo Mercado é maior do que das empresas não integrantes.

Revisão Teórica

De acordo com o IBGC (2012), a governança corporativa surgiu para resolver o conflito de agência, e como objetivo de criar um conjunto de mecanismos, a fim de assegurar que os comportamentos dos executivos estejam alinhados com os interesses dos acionistas.

Para a CMV(2002), a governança corporativa é o conjunto de práticas com finalidades de melhorar o desempenho da companhia ao proteger todas as partes interessadas, envolvendo especialmente transparência, equidade, prestação de contas e a responsabilidade corporativa.

Para Ribeiro Neto e Famá (2003), a governança está relacionada à gestão de uma organização e sua relação com as partes interessadas, e os mecanismos de governança visam diminuir os efeitos da assimetria informacional, minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência, possibilitando uma gestão mais profissionalizada e transparente, buscando maximizar a criação de valor na empresa.

De acordo com Lelis e Mario (2004), o cenário atual contribui para a disseminação da governança corporativa, que após diversos escândalos financeiros envolvendo fraudes realizadas por administradores, tornou-se uma maneira de reduzir a desconfiança do investidor.

Na Tabela 1 são apontados dez benefícios da adoção de melhores práticas de governança corporativa segundo Andrade e Rossetti (2006, p.525).

Benefícios da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa	
1.	Maior valorização de investidores dispostos a pagar “ágios de Governança”
2.	Maior acessibilidade ao mercado e menores custos de capital
3.	Importante requisito para acesso a mercados financeiros internacionais
4.	Requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacionais.
5.	Maior alinhamento entre proprietários, conselho de administração e diretoria executiva.

6.	Redução de conflitos de interesse
7.	Harmonização dos interesses dos proprietários com os de outras partes envolvidas
8.	Mais segurança quanto aos direitos dos proprietários
9.	Provisão de condições para melhoria dos processos de alta gestão
10.	Melhoria na imagem da corporação

Tabela 1: Benefícios da adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Fonte: Andrade e Rossetti (2006, p.525), adaptado de Aragão, Ponte, Oliveira e De Luca (2007).

Como se percebe no primeiro item apontado por Andrade e Rossetti (2006, p.525), relacionado à disposição dos investidores a pagar ágios de governança, Aragão, Ponte, Oliveira e De Luca (2007, p. 6) menciona “tem-se revelado um dos mais importantes benefícios considerados pelos investidores por ocasião da escolha do direcionamento dos seus recursos”.

A pesquisa realizada por McKinsey & Company (2000, p.10, *apud* ARAGÃO, PONTE, OLIVEIRA e DE LUCA), com os grandes investidores de 19 países, detectou a intenção desses investidores em pagar esse ágio das ações de companhias com melhores práticas de governança corporativa, valores estes que estariam dispostos a pagar que poderiam chegar a 23% no Brasil.

Peixe (2003, *apud* CABELLO, PARISI, OLIVEIRA, 2007) ressalta a vantagem na adesão à governança corporativa.

A vantagem para as empresas participarem é que deverão conseguir melhor **precificação de suas ações**, conseguindo com isso menores custos de captação, baseado no pressuposto de que os investidores dispõem-se a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência (PEIXE, 2003, p. 42).(Grifo nosso).

Segundo Daniele Camba (2004 *apud* CABELLO, PARISI, OLIVEIRA, 2007), “as empresas inseridas no Novo Mercado valem 6,8 vezes a geração de caixa das companhias enquanto os papeis de pregão tradicional 4,8 vezes”.

O Novo Mercado da BMF&BOVESPA foi criado em dezembro 2000, junto com os níveis diferenciados de práticas de governança corporativa. O Novo Mercado descreve os compromissos que as empresas assumem em adição aos existentes na legislação atual. Esses compromissos são o aumento da qualidade das informações prestadas. Entre os benefícios para a empresa que adotarem o novo mercado a BMF&BOVESPA (2000, p. 12) estão “melhora na imagem institucional; maior demanda por suas ações; **valorização das ações**; menor custo de capital”.

Procedimentos metodológicos

A pesquisa caracteriza-se como exploratória em relação aos seus objetivos, visando esclarecer aspectos comuns a determinada população. Com relação à abordagem, a pesquisa caracteriza-se como quantitativa, pois utiliza de instrumentos estatísticos tanto para a coleta quanto para o tratamento dos dados (GIL, 1996).

A população da pesquisa é formada pelas 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil de 2010. As empresas foram retiradas do *ranking* elaborado e divulgado pela revista Exame publicado em junho de 2011. A amostra da pesquisa compreende 85 empresas, sendo 15 empresas que não foram utilizadas porque não apresentarem os dados necessários para a pesquisa durante a coleta dos dados.

O Quadro 1 apresenta as empresas consideradas na amostra, ordenadas de acordo com o *ranking* divulgado pela revista Exame.

Ranking Empresas					
1	Petrobras	34	Hypermarcas	68	Anhanguera Educacional
2	Vale	35	PDG Realty	69	Sul América
3	Itaú Unibanco	36	Cosan	70	Multiplus
4	Ambev	37	Copel	71	OSX Brasil
5	Bradesco	39	Lojas Americanas	72	WHIRLPOOL
7	Santander	40	ALL - América Latina	73	Marfrig
8	OGX Petróleo	41	Sabesp	74	Ampla
10	Gerdau	42	Cyrela Brazil Realty	75	Klabin
11	Vivo Participações	43	Porto Seguro	76	Totvs
12	Souza Cruz	44	AES Tietê	77	MMX Minerações e Metálicos
13	Eletrobrás	46	Embraer	78	Localiza
14	BMF&Bovespa	48	Cesp	79	AES Eletropaulo
15	BRF	49	Duratex	80	Gafisa
16	CCR	50	Brasil Telecom	81	Light
18	Natura	51	Net	82	Dasa
19	Usiminas	52	MRV Engenharia	83	Guararapes
20	CPFL Energia	53	Hrt Petróleo	84	Elektro
21	Cielo	54	EcoRodovias	86	Comgás
22	Tractebel Energia	56	BR Malls Participações	87	M. Dias Branco
23	JBS Brasil	57	Coelba	88	Odontoprev
24	Pão de Açúcar	58	Gol Linhas Aéreas	91	OHL Brasil
25	Cemig	59	Banrisul	92	Rossi
26	Bradespar	60	Multiplan	93	Brookfield
27	Braskem	61	Tele Norte Celular	97	MPX Ennergia
28	TIM Participações	62	Amil	98	Fleury Medicina e Saúde
29	Redecard	65	TAM	99	B2W
32	Telemar	66	Cetip	100	Copasa
33	Fibria	67	Suzano		

Quadro 1: As 100 Maiores Empresas de Capital Aberto

Fonte: Adaptado Revista Exame edição Maiores & Melhores publicada em junho de 2011 e Santos, Danie, Krespi e Lavarda 2011.

Das 85 companhias listadas acima, 43 empresas fazem parte do nível máximo de governança corporativa do Bovespa, o Novo Mercado, representando 50,59% da amostra enquanto 42 empresas não fazem parte do Novo Mercado representando 49,41% da amostra.

Para calcular o modelo foi criado um índice de variação do ágio das ações em relação ao valor patrimonial da ação. O quadro 2 e o quadro 3 explicam como foi calculado.

Valor Patrimonial da Ação (VPA)
Patrimônio Líquido / Quantidade de Ações

Quadro 2: Valor Patrimonial da Ação
Fonte: Elaborado pelo autor.

Para calcular o valor patrimonial da ação foi coletado o patrimônio líquido das empresas com base nos relatórios financeiros obtidos por meio do site da BMF&BOVESPA disponível no site no dia 31 de janeiro de 2012.

Índice de Variação
Valor de Mercado da Ação / VPA

Quadro 3: Índice de Variação do Ágio
Fonte: Elaborado pelo autor.

Para Calcular o índice de variação do ágio das ações das empresas, foi utilizado o valor de mercado da ação do dia 31 de dezembro de 2011 dividido pelo valor patrimonial da ação.

Com base nesse cálculo pode-se verificar que caso o índice for maior que 1, significa que o valor de mercado da ação é maior que o valor patrimonial da ação. Caso o indicador apresente valor menor que 1, significa que o valor de mercado da ação é menor que o valor patrimonial da ação.

Com base na literatura apresentada e no objetivo específico da pesquisa, as hipóteses a serem testadas por meio do teste da diferença entre duas médias, usando a distribuição normal.

H0 = A variação do ágio das ações das empresas do Novo Mercado é menor ou igual que as empresas não integrantes.

H1 = A variação do ágio das ações das empresas do Novo Mercado é maior que as empresas não integrantes.

Análise dos resultados

Os dados da Tabela 2 apresenta a média do ágio das ações das empresas que compõem a amostra.

Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Não integrantes NM	2,8594	4,0682	0,3522	21,0065
Integrantes NM	4,2239	5,1676	0,4943	23,1984

Tabela 2: Estatística Descritiva do Ágio das ações das empresas da amostra
Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas integrantes do Novo Mercado apresentam uma média do ágio das ações maior do que as empresas que não integrantes, o mesmo pode ser observado, visualizando os valores máximos e mínimos do índice. Esse resultado sugere *a priori* que o ágio das ações nas empresas é em média maior do que as empresas não integrantes do Novo Mercado da BMF&BOVESPA.

Para o teste utilizado no modelo, parte-se do pressuposto de que a amostra segue uma distribuição normal. Para assegurar que a amostra segue uma distribuição normal, foi aplicado o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e o teste de Anderson-Darling.

Os Dados da Tabela 3 apresentam os valores dos testes de normalidade da amostra.

TESTES DE NORMALIDADE	Estatística	P-valor
Anderson-Darling	12,1724	2,1127
Kolmogorov-Smirnov	0,2697	6,9126

Tabela 3: Teste de Normalidade da Amostra

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dois testes de normalidade assumem como hipótese nula de que a distribuição é normal, se utilizamos um nível de significância de 95% o valor do p-valor é de 0,05. Caso o valor do p-valor seja menor do que 0,05 rejeita-se a hipótese nula de que a distribuição é normal. Os valores apresentados do p-valor nos testes são maiores do que 0,05 então não é possível rejeitar a hipótese de que a distribuição amostra é normal (KAZMIER,2007).

Como não é possível rejeitar a hipótese de que a amostra segue uma distribuição normal, foi utilizado no modelo o Teste da Diferença entre Duas Médias Usando a Distribuição Normal.

Teste da Diferença entre duas Médias usando a Distribuição Normal

De acordo com Kazmier (2007, p. 174), “a distribuição de probabilidade normal pode ser usada para testar um valor hipotético da média da população sempre que $n \geq 30$ ”.

Para o nível de significância de 5% o valor crítico de Z é de 1,96. Na figura 1 é apresentada uma curva normal com o valor do Z crítico.

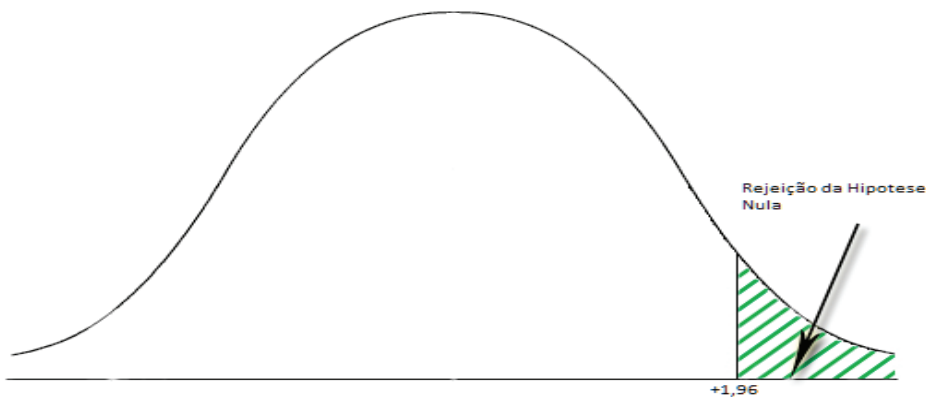


Figura 1: Curva Normal com valor do Z crítico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como se pode observar na Figura 1, a área destacada representa a região de rejeição da hipótese nula, ou seja, caso o Z da amostra seja maior do que o Z crítico, rejeita-se a hipótese nula de que a média da amostra das empresas integrantes do Novo Mercado seja menor ou igual à média da amostra das empresas não integrantes do Novo Mercado, aceitando a hipótese alternativa.

O Quadro 4 apresenta os valores obtidos da amostra das empresas integrantes do Novo Mercado e das empresas não integrantes.

Não Integrantes NM	Integrantes NM
$x_1 = 2,8594$	$x_2 = 4,2239$
$s_{x_1} = 4,0682$	$s_{x_2} = 5,1676$
$n_1 = 42$	$n_2 = 43$

Quadro 4: Valores das Variáveis

Fonte: Elaborado pelo autor.

No Quadro 4 estão apresentados os valores da média, do desvio padrão e a quantidade de empresas de cada amostra da população, aplicando esses valores na fórmula abaixo temos:

$$Z = \frac{X_2 - X_1}{S_{X_1 - X_2}} = \frac{4,2239 - 2,8594}{1,0074} = \frac{1,3645}{1,0074} = 1,3544$$

$$\text{Onde } S_{X_1} = \frac{s_1}{\sqrt{n_1}} = \frac{4,0682}{\sqrt{42}} = \frac{4,0682}{6,4807} = 0,6277$$

$$S_{X_2} = \frac{s_2}{\sqrt{n_2}} = \frac{5,1676}{\sqrt{43}} = \frac{5,1676}{6,5574} = 0,7880$$

$$S_{X_1 - X_2} = \sqrt{s_{X_1}^2 + s_{X_2}^2} = \sqrt{(0,6277)^2 + (0,7880)^2} = \sqrt{0,3940 + 0,6209} = 1,0074$$

O valor de Z calculado é de + 1,3544 ficou menor do que o valor crítico de +1,96 para o teste de cauda superior ilustrado na figura 1. Desse modo, a hipótese nula não pode rejeitada com um nível de significância de 5%, ou seja, não é possível afirmar que a média do ágio das ações das empresas integrantes do Novo Mercado seja maior do que das empresas não integrantes.

Considerações finais

Esta pesquisa teve como objetivo verificar se o ágio das ações das empresas integrantes do Novo Mercado é maior do que das empresas não integrantes.

A pesquisa consistiu em um estudo com abordagem quantitativa dos dados. A amostra da pesquisa foi composta pelas 100 maiores companhias brasileira de capital aberto de acordo com o *ranking* da revista Exame edição de junho de 2011. Os dados utilizados na pesquisa para o cálculo do ágio das ações foram coletados por meio do banco de dados da Economática e do site da BMF&BOVESPA.

Depois do tratamento dos dados, da verificação de normalidade da amostra, a hipótese nula H_0 - O ágio das ações das empresas do Novo Mercado é menor ou igual que as empresas não integrantes, não pode ser rejeitada. Em suma, é não possível afirmar que o ágio das ações das empresas integrantes do Novo Mercado é maior do que das empresas não integrantes.

Apesar de vários estudos apontarem que ao adotarem melhores práticas de governança corporativa as empresas deverão conseguir uma melhor precificação de suas ações, essa não pode

ser afirmada, devendo então as empresas utilizar outros benefícios para adotarem melhores práticas de governança corporativa.

Como limitações do estudo, consideram-se o período de análise, a amostra da pesquisa e os procedimentos estatísticos utilizados, portanto, generalizações não podem ser feitas quanto a outros períodos, outras empresas brasileiras de capital aberto e outros métodos estatísticos.

Com base nessas limitações, sugere-se para trabalhos futuros, estender o período de análise, a amostra das empresas e a aplicação de outras técnicas estatísticas.

Referências

ANDRADE, ADRIANA; ROSSETTI, JOSÉ P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. São Paulo: Atlas, 2006.

ARAGÃO, L.A.; PONTE, V.M.R., OLIVEIRA, M.C., DE LUCA, M.M.M. **Benefícios e Barreiras à Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. In: Congresso AnpCont Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Ciências Contábeis, 2008.

BMF&BOVESPA – Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 1º Nov. 2011.

CABELLO, O. G., PARISI, C., OLIVEIRA, A.B.S. **Análise de gestão baseada em valor nas empresas inseridas nos níveis diferenciados de governança corporativa e novo mercado da Bovespa**. In: Congresso Usp De Iniciação Científica Em Contabilidade, São Paulo 2007.

CALDERARELLI, Antônio. **ENCICLOPEDIA CONTABIL E COMERCIAL BRASILEIRA** – São Paulo, CETEC, 1997.

COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS – Disponível em<<http://www.cvm.gov.br/>> em: 20 jan. 2012.

GIL, Antônio de Loureiro. **Auditoria da Qualidade. Auditoria, Qualidade e Fraudes - Novos Desafios**. - São Paulo, Alas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 30 jan. 2012.

KAZMIER, Leonard J. **Estatística Aplicada à Administração e Economia** 4. Ed., Porto Alegre, Bookman, 2007.

LÉLIS, Débora Lage Martins. MARIO, Poueri do Carmo. **Auditoria Interna com Foco em Governança, Gestão de Riscos e Controle Interno: Análise da Auditoria Interna de uma Empresa do Setor Energético**. 4º. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo – SP, 2004

Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às demais sociedades / FIPECAFI; 6ed. Ver e atual 7 reimpressão – São Paulo – ATLAS, 2006.

RAUPP, F.M. & BEUREN, I.M. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais**. 2009.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. FAMÁ, Rubens. **A Importância da Governança Corporativa na Gestão das Empresas: O Caso do Grupo Orsa**. VI Seminários em Administração FEA/USP – SEMEAD, – São Paulo – SP. 2003

SANTOS, P. S. A.; DANI, A. C.; KRESPI, N. T.; LAVARDA, C. E. F.. **Relação do valor econômico agregado e o valor de mercado adicionado com a reputação social corporativa das empresas brasileiras de capital aberto**. In: Engema, Encontro Nacional De Gestão Do Meio Ambiente, São Paulo, 2011.