

Análise da Importância do Modelo de Gestão Baseada em Valor para as Empresas Inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa

Otávio Gomes Cabello (ITE) - otacabello@uol.com.br

Claudio Parisi (FECAP) - claudio.parisi@uol.com.br

Mauro Fernando Gallo (FECAP) - mauro.gallo@fecap.br

Anisio Candido Pereira (FECAP) - profanisio@fecap.br

Resumo:

Com a globalização do mercado de ações, colocam-se em evidência os temas relacionados a boas práticas de governança corporativa e a geração de riqueza ao acionista. Assim sendo, procurou-se observar, à luz dos pressupostos teóricos, o comportamento das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa, com o objetivo de responder à questão: qual é a importância atribuída pelas empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa às práticas do modelo de Gestão Baseada em Valor (GBV)? Constatou-se que 45% das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa adotam o modelo de GBV, e que as empresas que adotam concordam totalmente ou concordam com 91% das “boas práticas” pregadas pela teoria. Pôde ser constatado que as práticas indicadas na teoria, conforme os autores pesquisados, têm o crivo dos gestores, ou seja, podem ser consideradas como “boas práticas”, do ponto-de-vista dos operadores do modelo, possivelmente, porque esses gestores utilizam a teoria para gerir o modelo. No entanto, não se pode consolidá-las como “boas práticas”, do ponto-de-vista mercadológico, tendo em vista a não-constatação dos reflexos das práticas no valor das ações e nos retornos obtidos pelos investidores.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Governança Corporativa. Gestão Baseada em Valor.

Área temática: Controladoria

Análise da Importância do Modelo de Gestão Baseada em Valor para as Empresas Inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa

Resumo

Com a globalização do mercado de ações, colocam-se em evidência os temas relacionados a boas práticas de governança corporativa e a geração de riqueza ao acionista. Assim sendo, procurou-se observar, à luz dos pressupostos teóricos, o comportamento das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa, com o objetivo de responder à questão: qual é a importância atribuída pelas empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa às práticas do modelo de Gestão Baseada em Valor (GBV)? Constatou-se que 45% das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa adotam o modelo de GBV, e que as empresas que adotam concordam totalmente ou concordam com 91% das “boas práticas” pregadas pela teoria. Pôde ser constatado que as práticas indicadas na teoria, conforme os autores pesquisados, têm o crivo dos gestores, ou seja, podem ser consideradas como “boas práticas”, do ponto-de-vista dos operadores do modelo, possivelmente, porque esses gestores utilizam a teoria para gerir o modelo. No entanto, não se pode consolidá-las como “boas práticas”, do ponto-de-vista mercadológico, tendo em vista a não-constatação dos reflexos das práticas no valor das ações e nos retornos obtidos pelos investidores.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Governança Corporativa. Gestão Baseada em Valor.

Área Temática: Controladoria.

1. Introdução

No século XXI, as informações estão avançando com muita rapidez, em decorrência da alta tecnologia criada e dos reflexos da globalização iniciada no século passado. Esses reflexos estão ligados à informação de acontecimentos em todo o mundo, no que tange a catástrofes, guerras, política, cultura, estilo de vida, moda, finanças, economia, etc. Estes dois últimos destacam-se em sua importância para o mercado internacional de negócios, no que diz respeito à estabilidade econômica, transparência, solidez e, principalmente, lucros.

Frezatti (2003) aponta a movimentação do mercado e a importância de uma boa gestão neste:

Nos últimos anos, a participação das instituições internacionais e a globalização das bolsas fizeram com que o salto qualitativo fosse dado. Se por um lado esse fator gerou movimentações das bolsas, por outro, o número de empresas com negociações na bolsa local está caindo. A necessidade de suporte mais qualitativo para tomada de decisão, levando em conta visão globalizada de negócios, torna-se crucial. (FREZATTI, 2003, p. 16)

O autor remete-se a um suporte qualitativo nas empresas que atuam no mercado de capital, em decorrência da baixa negociação na bolsa de valores. Mas há de se levar em consideração que um suporte qualitativo nem sempre é sinônimo de solução, se implantado de maneira intempestiva, ou seja, sem a devida análise. Muitos modelos de gestão são favoráveis a determinados tipos de empresa, quer dizer, em alguns casos certos modelos não funcionam. Frezatti (2003, p. 16) endossa essa afirmação, ao declarar que algumas empresas adotam um

modelo de gestão, em virtude de grande trabalho de marketing: “Modismo e bons trabalhos de marketing permitem que, em certos momentos, outras questões técnicas deixem de ser adequadamente tratadas”.

A empresa de consultoria Bain & Company apresenta anualmente uma pesquisa mundial sobre as ferramentas de gestão. Em sua nona edição, Rigby e Bilodeau (2005), autores da pesquisa, verificaram que, a cada ano, o número de modelos de gestão cresce e que a questão do modismo vem atrelada a esses surgimentos:

Every year certain trends and new developments emerge from our survey, such as the four just described. But there is also continuity – plus a good deal of minor variation—from one year to another. Over time, the data paint a compelling portrait of how management tools and techniques have become an integral part of today’s business world. (RIGBY; BILODEAU, 2005)

Nessa vertente de modelo de gestão eficaz, com futuro promissor e uma parcela de mídia envolvida, figura a governança corporativa. Muito se tem falado sobre governança corporativa, avanços do mercado de capitais brasileiro, boas práticas de gestão baseada em valor, criação de valor para o acionista, mas as pesquisas realizadas, limitando-se ao Brasil, ainda são tímidas em relação aos reais efeitos desses assuntos.

A criação de valor emerge da vontade da empresa expandir, juntamente com o interesse dos acionistas em receber mais dividendos. O modelo de gestão baseada em valor (GBV) surgiu para atender essa necessidade, ou seja, para demonstrar às empresas como gerar valor e quais são as práticas que devem ser seguidas.

A *Value Based Management* - VBM (Gestão Baseada no Valor) é um processo sistêmico que orienta toda a tomada de decisão de uma organização no intuito da criação de valor. Este sistema requer da organização e de seus gestores uma mudança comportamental e uma condução organizacional voltada para esse intuito. O processo sistêmico deve estar presente em todos os níveis hierárquicos da organização; todos deverão ser orientados para quaisquer decisões dentro dela, (da organização,) levando em consideração os *value drivers* (direcionadores de valor), ou seja, aqueles que interferem no valor da empresa. Lopo et al (2001) conceituam VBM da seguinte forma:

Constitui-se numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processos gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (*value drivers*), especialmente o custo de capital. (LOPO et al, 2001, p. 238).

O modelo de gestão baseada em valor está sendo adotado pelas empresas por estar em evidência ultimamente no mercado, dado que sua idéia central é criar valor para o acionista; mas essa opção pode estar ligada à adoção de práticas utilizadas no mercado internacional e, principalmente, ao modismo. Thompson (2002) confirma a adesão de muitas empresas ao modelo de gestão baseada em valor nos Estados Unidos, e relata que muitas empresas de consultoria estão elaborando seus próprios métodos para implantação do modelo:

Over the past decade, many companies have adopted the principles of value-based management (VBM), an approach to business strategy that uses a measurement and reward system designed to encourage employees to focus their activities on the creation of shareholder value. Many consulting and management firms have devised their own methods of implementing VBM. (THOMPSON, 2002, p. 62, grifo do autor)

A BOVESPA, procurando atender essas pressões do mercado por maior transparência, e, também, visionando um futuro promissor para o mercado de ações no Brasil, criou o Novo Mercado. Inspirado em parte no *Neur Markt* Alemão, criado em 1997, o Novo Mercado é um segmento da BOVESPA, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais e vanguarda em relação ao que é exigido

pela legislação.

Do lado das listadas no Novo Mercado, as companhias podem ser diferenciadas em Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido em relação às práticas de boa governança. Esses níveis são denominados de "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da Bovespa, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado e de proporcionar maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

Considerando a percepção do mercado, a governança corporativa possui reflexos positivos no valor das ações, visto que o artigo de Daniele Camba, intitulado "Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais" (2004), evidencia que, segundo Marcelo Mesquita, chefe de análise do banco UBS, as ações das empresas inseridas no Novo Mercado valem 6,8 vezes a geração de caixa das companhias, enquanto os papéis do pregão tradicional, 4,8 vezes. Entretanto, o analista faz uma ressalva: "é difícil avaliar quanto deste valor a mais vem das boas práticas e quanto é resultado da parte operacional da empresa".

Diante desse cenário, esta pesquisa procura responder a seguinte questão - qual é a importância atribuída pelas empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa às práticas do modelo de gestão baseada em valor (GBV)? O objetivo específico é analisar a importância dada pelas empresas que adotam o modelo às práticas mais indicadas, segundo a teoria.

Sendo assim, a hipótese formulada é a seguinte - as empresas que adotam o modelo de GBV dão a devida importância ao mesmo, visto que as práticas pregadas na teoria indicam uma administração voltada às regras de geração de riqueza, ou seja, o objetivo de qualquer empresa, com fins lucrativos, é gerar lucro.

O tema está delimitado às empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, nível 1 e nível 2 e nível Novo Mercado da BOVESPA. Em março de 2006, estavam enquadradas nesses níveis 69 empresas, assim agrupadas: nível 1 – 36 empresas; nível 2 – 11 empresas e nível Novo Mercado – 22 empresas.

2. Fundamentação teórica

O mercado de ações encontra-se no bojo da discussão desta pesquisa; sendo assim, torna-se necessário apresentar seu histórico, pois sua evolução tem grande importância no desenvolvimento dos pensamentos de governança corporativa.

Andrezo e Lima (1999), ao tratarem de mercado de capitais, apresentam o seguinte conceito:

(...) é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de médio ou longo prazo ou de prazo indefinido, como no caso de ações, por exemplo. Destina-se, principalmente, ao financiamento de capital fixo, capital de giro e especiais, como habitação. (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 3).

Pinheiro (2002), por sua vez, conceitua mercado de capitais como:

(...) um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a capitalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. (PINHEIRO, 2002, p. 87).

De acordo com os conceitos descritos, verifica-se que o principal objetivo do mercado de capitais é gerar recursos às empresas e remunerar os investidores.

O conceito de governança corporativa é apresentado pelo IBGC (2003) como - "o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e

conselho fiscal”.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o conceito de governança corporativa é:

(...) o conjunto de práticas que tem por finalidade **otimizar uma companhia** ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, praticamente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. (CVM, 2002).

Para Monet e Newby (2001), o conceito de governança corporativa é, de um lado, distorcido e difícil de lidar; por outro lado, muitos encontraram base sólida nos conceitos de governança corporativa para utilização em *benchmark* e também como matéria-prima para decisão em investimentos:

For some hard-bitten corporate executives and the more cynical investors, the concept of corporate governance is doubtless too nebulous and idealistic to bother with. But for many it has acquired sufficient substance to serve as a kind of benchmark for how well, or badly, companies are run, and thus to influence global investment decisions. (MONET; NEWBY, 2001, p. 44, grifo dos autores).

Governança corporativa, na concepção de Millstein (1998, p.13), compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem desempenho econômico como objetivo principal.

Claro está que os conceitos apresentados de governança corporativa abordam a geração de riqueza ao investidor. Portanto, a gestão de valor ao investidor está inserida no bojo das práticas de governança corporativa.

O Novo Mercado da Bovespa, conforme mencionado anteriormente, foi criado em dezembro do ano 2000, inspirado no *Neuer Markt* Alemão, criado em 1997. Trata-se de um segmento da Bovespa com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais ao que é exigido pela legislação. Ao contrário do modelo europeu, o Novo Mercado da Bovespa não faz restrição ao tamanho das empresas, tendo em vista que, na Europa, o objetivo do Novo Mercado era atrair empresas de setores com rápido crescimento, como tecnologia, telecomunicações, mídia, biotecnologia etc.

Cavalcante Filho e Misumi (2001, p. 97) apresentam o conceito do Novo Mercado:

O Novo Mercado não é uma bolsa de valores. A idéia foi criar um segmento da Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, onde pudessem ser listadas as ações emitidas por empresas que se comprometem com regras diferenciadas em relação àquelas exigidas pela legislação brasileira. O objetivo deste conjunto de regras é oferecer maior transparência e segurança aos investidores e melhor preço e custo de captação para as empresas. (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 2001, p. 97).

Nessa mesma vertente de melhorias de informações, transparência e segurança, encontram-se as empresas classificadas em nível 1 e nível 2 de governança corporativa. Essa melhoria é intitulada “práticas diferenciadas de governança corporativa”.

Portanto, a empresa que decidir aderir às práticas diferenciadas de governança corporativa, deve escolher entre nível 1, nível 2 ou nível Novo Mercado que, resumidamente, estão dispostos da seguinte forma:

- NÍVEL 1 – maior transparência;
- NÍVEL 2 – maior transparência e melhor governança corporativa; e
- NÍVEL NOVO MERCADO – mesmas condições do nível 2, mas com ações ordinárias apenas.

Peixe (2003) 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.

Para o investidor a vantagem é a maior segurança e a oportunidade de comprar o que a Bovespa chama “produto ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias), que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia. (PEIXE, 2003, p. 42). (g.n.)

O investidor com capital disponível para investir, irá, sempre, procurar investimentos que atendam a seus interesses, principalmente no que tange a valor, dinheiro, riqueza. Rappaport (2001) trata assim da abordagem do valor para o acionista:

A ‘abordagem do valor para o acionista’ estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previsto pelo custo de capital. Esses fluxos de caixa, por sua vez, servem como ponto de partida para os retornos dos acionistas com base em dividendos e valorização do preço da ação. (RAPAPORT, 2001, p.50).

Segundo Martin e Petty (2004), a *Value Based Management* - VBM (Gestão Baseada no Valor) é um processo sistêmico que orienta toda a tomada de decisão de uma organização no intuito da criação do valor; esse sistema requer da organização e de seus gestores uma mudança comportamental e uma condução organizacional voltada para esse intuito. O processo sistêmico deve estar presente em todos os níveis hierárquicos da organização e todos deverão ser orientados para quaisquer decisões dentro dela, levando em consideração os *value drivers* (direcionadores de valor), ou seja, aqueles que interferem no valor da empresa.

Frigo (2002), além de apresentar um conceito de GBV, expõe quais são suas raízes:

Value-based Management (VBM) is a strategic performance measurement initiative organizations embark on to focus internal performance and incentives on value creation. VBM has its roots in economics and finance, but it is dependent on a firm's financial accounting and reporting as a starting point in computing the metrics used. When done well, VBM can help to focus **management on value creation** — and motivate and guide activities toward this end. To achieve the ultimate goal of VBM, however, the business strategy must be designed to maximize **value creation**. (FRIGO, 2002, p. 6) (g.n.)

Thompson (2002) apresenta a premissa básica da GBV:

The fundamental premise of VBM is that, in order to sustain the wealth-creation process, managerial performance must be measured and rewarded using metrics that can be linked directly to the creation of shareholder value. The key is to successfully transform an employee who thinks like an employee into an employee who thinks like an owner by measuring and rewarding the employee using methods similar to those that reward the owners. The challenge is to design and implement a firm's internal measurement and reward system that mirrors the external (capital market) system. (THOMPSON, 2002, 62)

Silva (2001), ao tratar do conceito de GBV, comenta a possibilidade de existir conflito de interesses entre acionistas e outros agentes que interagem com a organização:

[...] a gestão baseada em valor pode ser entendida como a priorização máxima dos interesses econômicos dos acionistas quando ocorrem conflitos entre estes e os demais agentes que interagem com a empresa. A forma de materializar essa indicação é a maximização do retorno dos investimentos realizados pelos acionistas. (SILVA,2001, p. 56).

É muito complexo definir o que são boas práticas em uma pesquisa científica. Fazer uma taxonomia das boas práticas seria, realmente, muito mais complexo. Nesse sentido, torna-se mais sensato ater-se às práticas mais indicadas, segundo a opinião de diversos autores.

O artigo - *What is exactly a best practice?* - escrito pela empresa de consultoria e pesquisa *The Bottonwood Group LLP*, publicado na revista *Business Credit*, traz uma definição de boas práticas:

A best practice is strictly defined as a methodology or approach that consistently, almost always – delivers improved performance. The performance improvement needs to be clearly defined and measurable to meet these criteria. For a tightly defined process like account payable, this is fairly straightforward. The process itself is highly comparable company to company, and performance measures are well established. When a new, innovative practice emerges, it can quickly and accurately be assessed as a best practice – or not. (THE BUTTONWOOD GROUP LLP, 2004, p.39).

Assim sendo, serão expostas as práticas mais indicadas, segundo os autores: (a) Martin e Petty (2004); (b) Rappaport (2001); (c) Young e O’Byrne (2003) e (d) Haspeslagh, Noda e Boulos (2001).

A GBV foi criada e difundida pelas empresas de consultoria; nesse sentido, são encontradas muitas obras com viés comercial. Assim sendo, para análise das práticas, dentre os autores, foram escolhidos: (a) Martin e Petty e Young e O’Byrne, por terem carreira de mercado e (b) Haspeslagh, Noda e Boulos e Rappaport, por terem histórico acadêmico, conforme resume o quadro 1 adiante.

Verifica-se que, nas obras consultadas, os autores destacam haver uma indicação de remuneração aos colaboradores da empresa, ao adotar o modelo de GBV. Nesse sentido, fica patente que todo o valor adicionado à organização gera, psicologicamente, uma dúvida nos colaboradores. O que eu ganho com isto? Para se garantir o sucesso da gestão baseada em valor, a organização precisa ter um sistema de premiação e de bônus financeiros voltado aos seus colaboradores. Slater e Olson (1996) colocam a importância da interação e da recompensa de todos os colaboradores nesse processo de gestão: “*a comprehensive value-based management (VBM) system must engage, motivate, and reward the people throughout the organization who create shareholder value*”. Em contrapartida, Haspeslagh, Noda e Boulos (2001) postulam que é muito mais complexo o processo de engajamento, motivação e recompensa para os colaboradores do que a simples interação de todos.

	Martin e Petty	Rappaport	O’byrne e Young	Haspeslagh, Noda e Boulos
Apoio e comprometimento	Da cúpula da empresa.	Do CEO.	Não apenas apoio dos gestores, mas entendimento.	Deve haver um comunicado geral, principalmente para os usuários externos.
Remuneração	Elo entre remuneração e comportamento.	Alinhar medida de desempenho com formas de remuneração.	Remuneração atrelada à criação de valor, com sensibilidade ao desempenho..	Fortifica o treinamento. Deve ser amarrado com a criação de valor. Dá uma sensação de posse.
Educação e Treinamento	Essenciais para o programa GBV.	Demonstrar vantagens do valor ao acionista. Treinamento: dividir entre técnicos e	Atrair comprometimento genuíno dos colaboradores.	Treinamento intensivo nos conceitos de GBV. A GBV consiste em 20% números e 80% em pessoas.

		genéricos.		
Planejamento estratégico	Para sustentabilidade do ciclo contínuo de criação de valor.	Estabelecer o valor para o acionista: quanto; quais unidades estão criando valor; e o que afetaria o valor.	Deve estar bem definido o modelo de GBV.	Autonomia às unidades de negócio, para decidirem sobre a criação de valor. Criação de um círculo virtuoso.
Direcionadores de valor	Identificar e mensurar quanto eles influenciam na geração de valor.	Desenvolver um “mapa” dos direcionadores de valor. Verificar maior impacto e os que são controláveis.	Elaboração de orçamentos operacionais, conseqüentemente, apontam os direcionadores de valor e seus impactos.	Os autores não abordam os direcionadores de valor.

Fonte: elaborado pelos autores

Quadro 1 - Práticas mais indicadas de Gestão Baseada Em Valor, coincidentes nas obras dos autores consultados.

Em outra perspectiva, *The Buttonwood Group LLP* (2004) afirma que a VBM tende a não ultrapassar o nível da gerência sênior:

The problem is that VBM/EVA tends to get stuck at the senior management level. The reason why that's a problem is that it's the decisions that workers make on the front lines every day that really drive shareholder value. (THE BUTTONWOOD GROUP LLP, 2004, p.44).

Fica claro que a integração de toda empresa no modelo de GBV é importante, principalmente, aqueles que estão à frente de operações que criam valor para empresa. Portanto, deixar que o modelo fique estacionado nos altos níveis da empresa é estigmatizá-lo ao insucesso.

A título de análise do modelo, pode-se observar que, no conceito de gestão baseada em valor, encontra-se uma limitação concentrada nos interesses entre acionistas e demais agentes interessados na empresa (*all stakeholders*). Isso significa que, se o foco principal da GBV é a geração de riqueza para o acionista, anulam-se algumas variáveis sugeridas de benefícios do modelo, como apoio, comprometimento, competitividade, aumento do padrão de vida etc.

Silva (2001, p. 87) efetua uma síntese das limitações da abordagem e assim as estabelece:

- valor da estratégia;
- delegação de responsabilidade;
- ilusão dos números;
- qualidade de vida; e
- síntese da abordagem.

A geração de riqueza pode ser medida pelos diversos indicadores existentes, a saber:

- EVA® – *Economic Value Added*
- REVA – *Refined Economic Value Added*
- AEVA – *Adjusted Economic Value Added*
- MVA® – *Market Value Added*
- FDC – *Fluxo Descontado de Caixa*
- SVA – *Shareholder Value Added*

- CVA – *Cash Value Added*
- CFROI – *Cash Flow Return of Investment*
- TSR – *Total shareholder Return*
- TBR – *Total Business Return*

O objetivo não é verificar quais os melhores indicadores, muito menos classificá-los, conforme mencionado na primeira parte desta pesquisa. As empresas de consultoria sempre estão discutindo quais métricas são mais vantajosas, mas todos os indicadores são comuns em sua ideologia. Essa afirmação encontra-se confirmada na citação abaixo, de Young e O’Byrne (2003):

Embora os proponentes de uma determinada métrica defendam a sua superioridade em relação a outras que lhe sejam concorrentes, todas são organizadas sob um mesmo princípio básico: para criar valor para os seus acionistas, as empresas devem gerar retornos sobre o capital investido que excedam o custo desse capital. (YOUNG; O’BYRNE, 2003, p. 20)

É oportuno apresentar o EVA®, o MVA, o CFROI e o Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Lopo et al (2001, p. 238), os dois primeiros são relevados em virtude da popularização da marca comercial nos Estados Unidos e da sua relativa simplicidade de aplicação. Já o CFROI é relevante por ser o principal concorrente do EVA. Young e O’Byrne (2003, p. 330), apontam a popularidade do modelo, graças à empresa de consultoria Boston Consulting Group. O Fluxo de Caixa Descontado, por sua vez, segundo Lopo et al (2001, p. 275), configura-se como o indicador que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de certo empreendimento.

3. A Pesquisa

O procedimento adotado para coleta de dados foi a aplicação de questionário a vários sujeitos, mais especificamente às empresas inseridas no Novo Mercado da Bovespa; o respondente do questionário foi o controller da empresa. O questionário foi enviado nos dias 15, 22, 24, 30 e 31 de março e dias 02 e 28 de abril de 2006 e respondido entre os dias 30 de março e 07 de julho de 2006. O nome das empresas será preservado a pedido dos respondentes da pesquisa.

O questionário, para Oliveira (2003),

[...] constitui-se de uma série ordenada de perguntas relacionadas a um tema central, que são respondidas sem a presença do entrevistador. ‘É uma das formas mais utilizadas para obtenção de dados, por permitir mensuração mais exata’. (OLIVEIRA, 2003, p. 71).

O questionário aplicado apresenta 20 questões, sendo as cinco primeiras sobre os dados básicos da empresa e as outras quinze sobre as práticas mais indicadas da gestão baseada em valor, segundo a teoria. As quinze práticas abordadas no questionário foram extraídas da fundamentação teórica.

A partir da questão 6, o questionário está centrado na situação da empresa sobre a prática de GBV, ou seja, se adota a prática, se a adota parcialmente ou não a adota, e se a empresa: (a) concorda totalmente; (b) concorda; (c) é indiferente; (d) discorda ou (e) discorda totalmente das práticas de GBV apontadas pela teoria.

O questionário apresenta dois objetivos: (a) conhecer dados básicos da empresa pesquisada, nas questões de um a cinco; (b) conhecer o alinhamento da empresa em relação às práticas mais indicadas de GBV, nas demais questões. Para melhor compreensão do instrumento de pesquisa, seguem considerações pertinentes sobre: (a) questões; (b) objetivos e (c) autores que defendem as práticas mais indicadas de GBV.

Questão 6

A filosofia principal da gestão baseada em valor, quer dizer, a criação de valor para o acionista deve estar inserida no planejamento estratégico da organização.

Objetivo - verificar se a GBV está inserida no planejamento estratégico da organização.

Autores - Young e O'Byrne (2003).

Questão 7

Os gestores da organização devem entender a importância da criação de valor, bem como os conceitos que sustentam a criação de valor.

Objetivo - verificar a importância atribuída ao modelo por parte dos gestores.

Autor - Rappaport (2001).

Questão 8

O departamento de finanças deve estar em sintonia com os colegas operacionais, ajudando-os a usar as percepções e as tecnologias que as finanças têm a oferecer, para identificar onde o valor é criado em uma companhia e onde ele é destruído, em quais projetos se deve investir e quais os projetos a evitar.

Objetivo - verificar se o operacional está em sintonia com o departamento de finanças.

Autores - Young e O'Byrne (2003, p. 86).

Questão 9

Os executivos e empregados devem entender quais os objetivos financeiros da empresa, quais os porquês desses objetivos terem sido escolhidos e o que eles devem fazer para alcançá-los.

Objetivo - verificar se há, por parte de todos colaboradores da organização, entendimento do modelo.

Autores - Martin e Petty (2004, p. 10).

Questão 10

A organização deve pregar que a criação de valor é responsabilidade de cada um, ou seja, não apenas dos altos executivos e de especialistas em finanças, mas também dos gerentes operacionais e seus empregados.

Objetivo - verificar se há responsabilidade individual de cada colaborador.

Autores - Young e O'Byrne (2003, p. 86).

Questão 11

A remuneração da administração deve ser atrelada à criação de valor de maneira sistemática, como remuneração direta ou diferida (opções de ações, direcionadores de valor não-financeiros).

Objetivo - verificar se há preocupação com a (da) remuneração, atrelada à geração de valor.

Autores - Haspeslagh, Noda e Boulos (2001).

Questão 12

Deve haver, no sistema de remuneração por criação de valor, uma sensibilidade em relação a desempenho abaixo ou acima das metas.

Objetivo - verificar o aprofundamento da prática de remuneração atrelada à riqueza, quer dizer, verificar as variações em relação à meta.

Autores - Young e O'Byrne (2003, p. 90).

Questão 13

Deve haver um modelo de treinamento que atraia o comprometimento genuíno dos empregados da organização à criação de valor (mudança da cultura organizacional).

Objetivo - verificar se há treinamento dos empregados, de forma ampla.

Autor - Rappaport (2001, p. 202).

Questão 14

As unidades de negócio devem ter autonomia na gestão e responsabilidade sobre seus resultados.

Objetivo - verificar se há independência das unidades de negócio.

Autores - Haspeslagh, Noda e Boulos (2001); Silva, P. R. (2001).

Questão 15

A organização deve realizar orçamentos operacionais para mensuração da criação de valor.

Objetivo - verificar se há elaboração de orçamentos operacionais.

Autores - Haspeslagh, Noda e Boulos (2001).

Questão 16

Deve haver uma comunicação interna intensa sobre resultados, planos e metas.

Objetivo- verificar se há comunicação sobre desempenho e perspectivas.

Autores - Young e O'Byrne (2003).

Questão 17

Deve haver uma comunicação externa, com o mercado de capitais, sobre a criação de valor.

Objetivo - verificar se há comunicação sobre desempenho e perspectivas.

Autores - Young e O'Byrne (2003).

Questão 18

Deve haver um plano de metas definido no longo prazo, ou seja, a empresa deve estabelecer quanto de riqueza a mais ela deve gerar nos próximos anos.

Objetivo - verificar se a empresa planeja seu crescimento com plano de metas e bônus.

Autores - Young e O'Byrne (2003) e Rappaport (2001).

Questão 19

A empresa deve avaliar a geração de valor nos investimentos a partir de métricas de GBV.

Objetivo - identificar a utilização das práticas de GBV nos investimentos da empresa.

Autores - Rappaport (2001).

Questão 20

O custo do capital deve ser definido com base na estrutura de capital ideal (alvo).

Objetivo - identificar se o custo de capital é definido por meio de uma estrutura de capital ideal.

Autores - Young e O'Byrne (2003, p. 180).

No que se refere à amostra de pesquisados, Lakatos e Marconi (2001, p. 108) definem que existem dois tipos de amostragem: não-probabilista e probabilista.

A primeira caracteriza-se pelo não-emprego de procedimentos aleatórios de seleção, não podendo ser objeto de certos tipos de tratamento estatístico. A segunda é estabelecida pela escolha aleatória dos pesquisados, em que a seleção se faz de forma que cada um deles tenha a mesma probabilidade de ser escolhido.

Sendo assim, esta pesquisa apresenta-se como amostral e possui caráter probabilístico, por utilizar mecanismos aleatórios de seleção, manifestados através da adesão espontânea das pesquisadas ao pedido de participação.

A população ou universo desta pesquisa é composto por todas as empresas inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e empresas inseridas no Novo Mercado da Bovespa. Como este mercado é muito dinâmico, ou seja, as empresas entram e mudam de níveis, foi traçada uma data início da pesquisa, a fim de delinear a relevância da amostra. Foram consideradas as empresas que estavam listadas no nível 1, no nível 2 e no Novo Mercado no dia 07 de março de 2006.

A população é de 69 empresas, compostas por 36 enquadradas no nível 1; 11 no nível

2; e 22 no Novo Mercado. Ao todo, foram respondidos 22 questionários, dispostos da seguinte forma:

TABELA 1 – Quantidade de questionários respondidos por nível de governança corporativa

	Quantidade de respostas	Empresas convidadas	% dos que responderam
NÍVEL 1	10	36	28%
NÍVEL 2	3	11	27%
NOVO MERCADO	9	22	41%
TOTAL	22	69	32%

Fonte: elaborada pelos autores

4. Análise das Respostas

Efetuada a coleta de dados, esta pesquisa deteve-se na interpretação, para dar cumprimento aos objetivos propostos. Para tanto, valeu-se de um método de pesquisa que, para Richardson (1999, p. 22), configura-se como “[...] o caminho ou a maneira para se chegar a determinado fim ou objetivo”.

Para dar início à análise, o quadro 2 apresenta o resumo das respostas dadas ao questionário:

Questões – dados básicos	Respostas
1. A empresa adota o modelo de Gestão Baseada em Valor (<i>value based in management</i>)? Caso a empresa não adote , responda a partir da questão 6, apenas a primeira escala.	12 não – 10 sim
2. Quando a empresa adotou o modelo de gestão baseada em valor?	Período entre mar./99 a jan./06
3. Quando a empresa entrou no Novo Mercado BOVESPA?	Entre 26/01/01 a 16/11/2005
4. Qual indicador a organização utiliza para mensurar sua gestão baseada em valor? Há uma mescla de indicadores.	3 – EVA + FCD 5 – EVA 1 – CFROI + CVA 1- EVA + CFROI + FCD
5. O monitoramento da geração da riqueza é mensal (M), trimestral (T) ou anual (A).	6 – mensal 2 – trimestral 1- anual 1- mensal e anual

Fonte: elaborado pelos autores

Quadro 2 – Resumo das Respostas

Para observar qual a importância dada às práticas de GBV pelas empresas, que adotam o modelo, foi utilizada a escala de Likert. As notas foram assim distribuídas: nota 5, para “concorda totalmente”; nota 4, para “concorda”; nota 3, para “é indiferente”; nota 2, para “discorda”; e nota 1, para “discorda totalmente”. Utilizando uma distribuição de frequência, foram obtidos os resultados que figuram nas tabelas 2 e 3:

TABELA 2 – Distribuição das Frequências

Empresas	Questões - Práticas de GBV														
	q6	q7	q8	q9	q10	q11	Q12	q13	q14	q15	q16	q17	q18	q19	q20
Empresa 1	4	4	4	5	5	4	4	5	4	5	5	4	4	4	4
Empresa 2	5	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4	3	3
Empresa 3	5	5	5	5	4	4	5	5	4	5	5	5	4	3	4
Empresa 4	5	5	5	4	5	4	5	4	4	5	5	5	5	4	4
Empresa 5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Empresa 6	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	5	3	4	5	4
Empresa 7	4	5	5	5	0	4	5	5	2	5	5	5	5	5	2
Empresa 8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	1	1
Empresa 9	5	5	5	5	5	4	4	5	4	2	5	5	5	5	5
Empresa 10	5	5	5	5	5	5	4	5	3	5	5	5	4	4	2

Fonte: elaborada pelos autores

TABELA 3 – Resultado da Distribuição de Frequência

Atribuições	Frequência	Resultado - %
1,00	3	2,00
2,00	4	2,67
3,00	6	4,00
4,00	44	29,33
5,00	93	62,00

Fonte: elaborada pelos autores

Verifica-se que 91,33% “concordam” ou “concordam totalmente” com as práticas de GBV, ou seja, dão importância às práticas. Pode ser comprovado que, segundo as empresas, as práticas pregadas pela teoria como “boas práticas” podem ser consideradas desta forma. Apenas 4,67% “discordam” ou “discordam totalmente” das práticas pregadas teoricamente.

O resultado da pesquisa, no entanto, demonstrou que as empresas, mesmo considerando importantes as práticas, nem sempre as adotam, tendo em vista que foi constatado somente 47% de alinhamento às boas práticas.

5. Considerações Finais

A globalização dos mercados de capitais traz à tona os temas práticas de governança corporativa e práticas de GBV. A governança corporativa e as práticas de GBV ainda apresentam-se, no cenário brasileiro, em estágio de desenvolvimento, tendo em vista a estrutura do mercado de capitais e a cultura organizacional das empresas no País.

Objetivando responder ao problema definido na introdução e observando o objetivo traçado, a pesquisa revelou que menos da metade das empresas, inseridas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da BOVESPA, adota o modelo de GBV: 45% das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado da Bovespa. As empresas que o adotam concordam totalmente ou concordam com 91% das “boas práticas” pregadas pela teoria. As práticas menos adotadas foram (a) autonomia nas unidades de negócio; (b) avaliação de investimentos por meio de indicadores de GBV e (c) definição do custo de capital levando em consideração a estrutura de capital ideal, o que pode acarretar em prejuízo ao modelo, tendo em vista a não-harmonia das práticas.

Pôde ser constatado que as práticas pregadas na teoria, conforme os autores pesquisados, têm o crivo dos gestores, ou seja, podem ser consideradas como “boas práticas”, do ponto de vista dos operadores do modelo, possivelmente porque esses gestores utilizam a teoria para gerir o modelo. No entanto, não se pode consolidá-las como “boas práticas”, do

ponto-de-vista mercadológico, tendo em vista a não-constatação dos reflexos das práticas no valor das ações e nos retornos obtidos pelos investidores. Já em relação às práticas menos adotadas, é necessário observar, com Silva (2001), que a prática de autonomia das unidades de negócio possui limitações e, em contraparte, a “não-adoção” de uma prática pode prejudicar a utilização de outras, dado que a uniformidade do modelo é pré-requisito para o seu bom andamento.

Já a hipótese estabelecida pela presente pesquisa foi a seguinte: as empresas que adotam o modelo de GBV dão à devida importância ao mesmo, visto ser patente que o comprometimento é pré-requisito para o sucesso de qualquer modelo de gestão. Nota-se, portanto, que os resultados corroboram a hipótese traçada.

Observa-se como limitação desta pesquisa a amostra relativamente baixa, uma vez que, analisada à luz de instrumento estatístico, não aponta para resultados significativos. Possivelmente, os resultados poderiam ser mais precisos caso fosse ampliado o número de empresas pesquisadas.

Referências

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro**: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 1999.

CAMBA, D. Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 dez. 2004. paginação 35.

CAVALCANTE FILHO, F. da S.; MISUMI, J. Y. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Cartilha de recomendações sobre governança corporativa. 11 jun. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 23 mar. 2006.

FREZATTI, F. **Gestão de Valor na Empresa**: uma abordagem abrangente do *Valuation* a partir da Contabilidade Gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

FRIGO, M. L. *Strategy Execution and Value-Based Management*. **Strategic Finance**. New York, v. 84, p. 6, paginação, out. 2002.

HASPESLAGH, P.; NODA, T.; BOULOS, F. *It's not just about the number*. **Harvard Business Review**, New York, v. 79, paginação 64, July/Aug. 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 2003. Disponível em: <<http://www.igbc.org.br>>. Acesso em: 05 de jun. 2006.

LAKATOS, E.; MARCONI, M. de. **Metodologia do trabalho científico**: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LOPO, A. et al. Custo de oportunidade, custo de capital, juros sobre o capital próprio, EVA® e MVA®. In: MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001. cap. 4, p. 186-259.

MARTIN, J. D.; PETTY, J. W. **Gestão Baseada em valor**: a reposta das empresas à revolução dos acionistas. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

MILLSTEIN, I. M. **Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets**. França: OCED, 1998.

MONET, K.; NEWBY, A. *New rules of good behavior*. **Euromoney**, London, n. 389, p. 44-59, Sep. 2001.

OLIVEIRA, A. B. S. **Métodos e Técnicas de Pesquisa em Contabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2003.

PEIXE, F. C. D. **Novo mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas nível 1 de governança corporativa. 2003. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

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

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RIGBY, D.; BILODEAU, B. *Management Tools 2005*. **Boston: Bain & Company**, 2005. Disponível em: <http://www.bain.com/management_tools/home.asp>. Acesso em: 11 abr. 2006.

SILVA, P. R. da. **Contribuição para o entendimento de valor baseados no mercado: uma proposta alternativa para o Market Value Added (MVA®)**. 2001. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

SLATER, S. F.; OLSON, E. M. *A value-based management system*. **Business Horizons**, New York, v. 39, p. 48, Sept./Oct. 1996.

THE BUTTONWOOD GROUP LLP. *What exactly is a best practice?* **Business Credit**. Columbia, v. 106, n. 01, p. 44, Jan.2004.

THOMPSON, L. *Examining methods of VBM*. **Strategic Finance**, Montvale, v. 84, n. 6, p. 62, Dec. 2002.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor**: guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.