

## **GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONTRIBUI PARA A AGREGAÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA DE EMPRESAS DO SETOR DE CELULOSE E PAPEL?**

Wagner Benedito de Oliveira Baldo; Perla Calil Pongeluppe Wadhy Rebehy; José Gilberto de Souza – Administração – Departamento de Economia Rural – Faculdade de Ciências Agrárias e Veterinárias – Campus Jaboticabal.

Este estudo analisa a relação entre governança corporativa e a geração de valor em empresas do setor de celulose e papel. A governança corporativa se configura em uma conduta empresarial tão antiga quanto a atividade econômica das empresas, em que pese tratar-se de tema recente e pouco abordado no setor de papel e celulose que representa 1,4 % do PIB nacional e se destaca entre os três produtos de maior exportação no agronegócio do país. Os objetivos específicos consistiram na análise da estrutura da governança corporativa praticada pelas sociedades anônimas de capital aberto em correspondência com o valor econômico adicionado aos seus acionistas.

La Porta *et al* (2000) define governança corporativa como o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação dos investidores internos (acionistas e gestores). Esses mecanismos fundamentam-se em três princípios: transparência, prestação de contas e equidade acionária..

O início do desenvolvimento de práticas diferenciadas de governança corporativa ocorreu a partir de 1992, através do *Code of Best Practice* (Código de Práticas Recomendáveis), um código elaborado pela comissão dirigida por Lord Cadbury, que investigou escândalos financeiros ocorridos na Inglaterra durante aquele período. A disseminação dessas práticas em outros países ocorreu em 1999, no Fórum Global de Governança Corporativa realizado pela OECD. Após esse fórum, foram descobertas várias fraudes milionárias em grandes empresas americanas (Enron, WorldCom e Merck) e européias (Parmalat e Círio). Essas fraudes contribuíram para aprovação de uma lei empresarial americana, a Sarbanes Oxley, baseada nos princípios e práticas diferenciadas da governança corporativa nos Estados Unidos. Essa legislação empresarial tornou-se obrigatória a todas as empresas americanas e estrangeiras que negociam no mercado financeiro, e assim, consolidando essas práticas nas grandes corporações em todo o mundo. No Brasil, as práticas diferenciadas de governança corporativa se propagaram, a partir de 2000 através da implantação de um sistema de níveis diferenciados de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Para Lazonick e O'Sullivan (2000), a idéia de criação de valor na governança corporativa apareceu durante as duas últimas décadas do século XX, em meio à uma crise existente nas grandes corporações americanas, e expandindo-se para outros países da União Européia e Japão somente ao final da década de 90. Carvalho (2000) ressalta que no Brasil a ideologia de criação de valor nas grandes corporações ainda é tímida.

Ehbar (1999) define valor econômico adicionado ao acionista como lucro residual, isto é, o restante do valor pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital para a realização do lucro.

De acordo com Cooper *et al.* (2003), esse estudo caracteriza-se como exploratório com base em técnicas quantitativas e qualitativas, onde a estrutura de governança corporativa foi analisada baseando-se num modelo analítico composto por trinta práticas de governança propostas pelos três códigos brasileiros desta conduta empresarial: a Comissão de Valores Mobiliários, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a Bovespa. Estas práticas, apresentadas no modelo analítico, foram fundamentadas nos três princípios da governança corporativa e distribuídas entre os cinco componentes desta conduta empresarial, que no caso são: conselho de administração; conselho fiscal; propriedade e controle; auditoria independente; conduta ética e conflito de interesses e gestão. As empresas brasileiras analisadas foram as sociedades anônimas de capital aberto do setor de celulose e papel: Aracruz, Votorantim Celulose e Papel, Suzano Bahia Sul, Ripasa, Klabin, Irani, Iguazu e Jarí, analisadas durante o período de 1998 a 2005.

Após análise da estrutura da governança corporativa, realizou-se o cálculo do valor econômico adicionado por meio da metodologia do EVA<sup>®</sup>. Os dados utilizados no cálculo do EVA<sup>®</sup> foram obtidos através dos informativos financeiros publicados na Bovespa e na Comissão de Valores Mobiliários. O EVA<sup>®</sup> é uma metodologia de avaliação de desempenho das empresas que considera todos os custos de

operação, inclusive os custos de oportunidade de investimento em outros títulos sem risco. O valor obtido no final consiste no excesso em relação ao retorno mínimo exigido pelos fornecedores de capital da empresa.

Assim, realizou-se uma análise estatística por meio de testes de hipótese (teste t de Student) e regressão simples entre a variável de estrutura de governança corporativa e a variável de valor econômico adicionado ao acionista.

Por meio da análise dos resultados conclui-se que as sociedades anônimas de capital aberto do setor de celulose e papel apresentaram uma destruição de valor acumulado em relação ao seu capital total investido (passivo oneroso e patrimônio líquido) no período de 1998 a 2005. Os resultados foram os seguintes: Aracruz (-7%), VCP (-6%), Klabin (-28%), Ripasa (-16%), Suzano Bahia Sul (-14%), Irani (-24%), Iguaçu (-12%) e Jarí (-35%). Verificou-se que as práticas de governança corporativa dessas empresas ainda são incipientes, e não exercem influência sobre o valor econômico adicionado aos acionistas, e apenas no seu nível de desempenho. Isto foi confirmado pelos resultados da regressão entre as variáveis obtendo um  $R^2$  ajustado 0,36 e um  $t_{\text{calculado}}$  de -2,21 acima do  $t_{\text{tabela}}$  -2,447, isto é, a governança corporativa e a variável valor não possuem correlação a uma significância de 5%.

A ideologia de valor ainda não conseguiu ser implementada na governança corporativa no setor de celulose e papel e sua estrutura atual de governança não consegue transformar os seus resultados em valor ao acionista. Isso somente será possível a partir de mudanças na sua estrutura atual de governança, principalmente nos componentes: conselho de administração, conselho fiscal, propriedade e conduta ética e conflito de interesses. A eficiência dessas mudanças na governança corporativa das empresas do setor de celulose depende da sua amplitude em possibilitar maior participação dos acionistas minoritários, e também maior nível de transparência e detalhamento das informações fornecidas aos seus investidores.

## **BIBLIOGRAFIA**

CADBURY, Sir. A. **Report of Cadbury committee on the financial aspect of corporate governance.** London, 1992.

CARVALHO, D. **Itaú explica em nota oficial a desistência pela compra do Banespa.** JB On Line. 20 nov. 2000: Tempo Real. Disponível em <http://www.jb.com.br/extra/e2011118.html>. Acesso em 20 de Setembro de 2006.

COOPER, Donald R. et al. **Métodos de Pesquisa em Administração.** Porto Alegre: Editora Bookman, 2003. 7ª edição. pg 131-142, 169.

EHRBAR, Al. Eva: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas.** Disponível em <http://www.ibgc.com.br>. Acesso em 25 de Setembro de 2006.

\_\_\_\_\_. **Relatório Cadbury - Código de Práticas Recomendáveis.** Disponível em <http://www.ibgc.com.br/ibConteudo.asp?IDArea=321&IDp=263>. Acesso em 25 de Setembro de 2006.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. **Investor protection and corporate governance.** Journal of Finance Economics, 2000.

LAZONICK, William; O'SULLIVAN, Mary. **Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance.** Economy and Society. v. 29, n. 1, February 2000. p. 13-35.

LETHBRIDGE, E. **Governança Corporativa**. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev809.pdf>. Acesso em 18 de Agosto de 2006. Verificar se a citação está correta, vide ABNT.

LODI, J. B. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

MENDES, A. R. et al. **Governança Corporativa: Estratégia para Geração de Valor**. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2004.

SILVEIRA, A. M.. **“Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil”**. Disponível em: [http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/publico/Tese Doutora doAlexandreDiMiceli 30Nov04.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/publico/Tese%20Doutora%20do%20Alexandre%20DiMiceli%2030Nov04.pdf). Acesso em 08 de Março de 2005.

STULZ, R.M. **Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market of Corporate Control**. Journal of Economics, v.20, 1988.

**Bolsa: CNPq.**