

A ANÁLISE DOS DIRECIONADORES DE VALOR EM EMPRESAS BRASILEIRAS

ANDSON BRAGA DE AGUIAR

Doutor em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).
Professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Avenida Professor Luciano Gualberto, 907, Cidade Universitária, São Paulo – SP – Brasil – CEP 05508-010
E-mail: abraga@usp.br

RENÊ COPPE PIMENTEL

Doutor em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).

Pesquisador sênior da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
Rua Maestro Cardim, 1.170, 10º andar, Bela Vista, São Paulo – SP – Brasil – CEP 01323-001
E-mail: rene.pimentel@fipecafi.org

AMAURY JOSÉ REZENDE

Doutor em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).
Professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP-Ribeirão Preto).

Avenida dos Bandeirantes, 3.900, Monte Alegre, Ribeirão Preto, São Paulo – Brasil – CEP 14040-905
E-mail: amauryj@usp.br

LUIZ JOÃO CORRAR

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).
Professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Avenida Professor Luciano Gualberto, 907, Cidade Universitária, São Paulo – SP – Brasil – CEP 05508-010
E-mail: ljcorrar@usp.br

RESUMO

Estratégias competitivas são formuladas e implementadas com a finalidade de gerar valor para o acionista. Este estudo pretende identificar e analisar os direcionadores de valor mais representativos para o conjunto de empresas incluídas na amostra e por setor – indústria, serviços e comércio. Utiliza-se a abordagem da geração de valor para o acionista (SVA) para a identificação dos potenciais direcionadores de valor de uma empresa. Na revisão da literatura, são descritas diferentes medidas de retorno que pretendem capturar a criação de valor e suas limitações; além disso, faz-se um detalhamento da abordagem SVA. Testa-se a hipótese de que não existem diferenças estatisticamente significantes entre os principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores. Foram coletados dados referentes ao valor da empresa e aos direcionadores de valor no período de 2001-2005. Emprega-se a técnica estatística de dados em painel. Os resultados demonstram que os direcionadores de valor mais relevantes para o conjunto das empresas foram “lucro operacional” e “investimento em capital de giro”. Além disso, existem diferenças entre empresas que atuam em diferentes setores – indústria e serviços – quanto aos principais direcionadores de valor. Portanto, não foi possível confirmar a hipótese de pesquisa. A principal implicação desses resultados é que empresas que atuam em diferentes setores enfatizam diferentes direcionadores de valor com a finalidade de gerar valor para o acionista. Este estudo contribui para a pesquisa em contabilidade sobre o tema ao identificar os principais direcionadores de valor por setor de atividades e, ainda, as diferenças quanto aos direcionadores de valor mais representativos entre os setores de atividade, sob uma abordagem quantitativa.

PALAVRAS-CHAVE

Valor para o acionista; Direcionadores de valor; Lucro operacional; Investimento em capital de giro; Dados em painel.

1 INTRODUÇÃO

Diante de um ambiente competitivo e caracterizado pela incerteza, os gestores buscam formular e implementar estratégias que maximizem o retorno para o acionista. A abordagem da criação de valor tem sido crescentemente defendida e utilizada para análise do retorno de um investimento (ARAÚJO; ASSAF NETO, 2003; MENDES, 2004; CASELANI; CASELANI, 2005) e para a avaliação de estratégias alternativas (RAPPAPORT, 1988; FERA, 1997; DOCKERY; HERBERT; TAYLOR, 2000). Tal fato decorre, principalmente, de limitações que outras abordagens de medida de retorno parecem ter, em especial as que utilizam o lucro líquido e os indicadores calculados com base no lucro líquido – *return to equity* (ROE), *return on investment* (ROI) e lucro por ação (RAPPAPORT, 2001).

Entre as medidas de criação de valor, destaca-se o valor gerado para o acionista (*shareholder value* – SVA). Sob a abordagem da criação de valor proposta por Rappaport (2001), uma empresa pode gerar valor por meio de um conjunto de direcionadores – duração do crescimento em valor, crescimento em vendas, margem de lucro operacional, alíquota de imposto de renda, investimentos em capital de giro, investimento em ativos fixos e custo de capital.

Diversos estudos têm se dedicado a identificar as empresas geradoras de valor para o acionista. Uma parte desses estudos busca identificar as empresas criadoras e destruidoras de valor em diferentes localidades: empresas listadas no Standard & Poors, nos Estados Unidos (FERNÁNDEZ; VILLANUEVA, 2005; FERNÁNDEZ; REINOSO, 2002, 2003, 2004; FERNÁNDEZ, 2001); empresas listadas no EuroStoxx 50, na Europa (FERNÁNDEZ; VILLANUEVA, 2004); empresas latino-americanas (AZNAREZ et al., 2006); e empresas brasileiras (ASSAF NETO, 2003). Outros estudos têm se voltado à identificação dos principais direcionadores de valor das empresas (DOCKERY; HERBERT; TAYLOR, 2000; SOUSA, 2002; HALL, 2002; CUNHA, 2002; CASELANI; CASELANI, 2005).

Os estudos que buscam identificar as empresas geradoras de valor e os principais direcionadores de valor podem ser divididos em dois grupos: um primeiro grupo busca analisar as empresas sem a preocupação do setor em que se encontram (AZNAREZ et al., 2006; CASELANI; CASELANI, 2005; FERNÁNDEZ; VILLANUEVA, 2004, 2005; FERNÁNDEZ; REINOSO, 2002, 2003, 2004; FERNÁNDEZ, 2001; DOCKERY; HERBERT; TAYLOR, 2000), e um segundo grupo investiga apenas um determinado setor (CUNHA, 2002; MENDES, 2004).

Sem fazer parte de qualquer dos dois grupos enumerados, o estudo de Assaf Neto (2003), embora não tenha a preocupação de identificar os direcionadores de valor mais relevantes, examina as empresas que criaram valor, segmentando-as por setor de atividade. Por sua vez, o estudo de Sousa (2002)

identifica os principais direcionadores de valor por setor de atividade, sob uma abordagem qualitativa.

Nesse sentido, não se tem notícia de estudos que buscam identificar os principais direcionadores de valor por setor de atividades ou mesmo estudos que busquem identificar se existem diferenças quanto aos direcionadores de valor mais representativos por setor de atividade, sob uma abordagem quantitativa.

Com base nessas constatações, o presente estudo tem a seguinte questão central: “Existem diferenças quanto aos principais direcionadores de valor de empresas brasileiras que atuam em diferentes setores de atividade?”.

Esta pesquisa tem, portanto, os seguintes objetivos: primeiramente, identificar quais os principais direcionadores de valor, considerando o conjunto de empresas brasileiras, para, em seguida, investigar se existem diferenças quanto aos principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores de atividade.

A identificação dos direcionadores de valor mais representativos para uma empresa permite aos gestores tanto um aprimoramento constante das atividades que agregam valor quanto uma oportunidade de melhorar os processos necessários para desempenhar determinadas atividades que consomem valor. Além disso, identificar os principais direcionadores de valor por setor de atividade permite uma compreensão das escolhas estratégicas predominantes por setor.

Além desta introdução, este artigo está dividido nas seguintes partes: primeiramente, destacam-se as principais medidas de retorno, enfatizando a abordagem de criação de valor para o acionista (SVA) e seus direcionadores de valor; em seguida, apresenta-se a estrutura teórica utilizada neste estudo para apuração do valor adicionado para o acionista, para seleção dos direcionadores de valor e para a formulação da hipótese de pesquisa, além dos procedimentos para coleta e análise de dados; por fim, são analisados os principais resultados, chegando-se às considerações finais.

2 MEDIDAS DE RETORNO

Segundo a ótica financeira, o principal objetivo de uma empresa é maximizar o retorno sobre o investimento realizado, o que, em outras palavras, pode significar maximizar a riqueza dos acionistas ou o valor da empresa (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 1996; DAMODARAN, 1997; RAPPAPORT, 2001). Esse retorno pode ser medido sob a ótica de diferentes agentes (ARANTES, 1998) e diferentes abordagens (SOUSA, 2002; FREZATTI, 2003). Um dos principais agentes, para alguns o principal, é o acionista (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 1996; RAPPAPORT, 2001).

As empresas vêm se utilizando, ao longo do tempo, de diferentes abordagens para mensurar o retorno sobre o investimento realizado ou o valor adicionado por um investimento, sempre com o objetivo de buscar aquela que melhor reflita o valor criado a partir de um investimento realizado. Sousa (2002) enumera as seguintes formas de apuração do valor de uma empresa:

1. valor histórico, valor contábil, valor de livro ou valor patrimonial;
2. valor de liquidação ou valor de mercado dos ativos e passivos;
3. valor com base no índice “preço/lucro”;
4. valor com base no fluxo de dividendos futuros descontados;
5. valor com base nos fluxos de caixa descontados; e
6. valor com base na teoria de opções.

Lopo et al. (2001) também enumeram modelos para a obtenção do valor de uma empresa: 1. técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados; 2. técnicas comparativas de mercado; e 3. técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios. Entre as técnicas baseadas no último modelo, os autores destacam o fluxo de caixa livre como o mais recomendado pela literatura recente.

Uma outra classificação das medidas de valor é sugerida por Frezatti (2003, p. 29-30) que enumera cinco etapas percorridas por esses indicadores:

1. foco no volume de vendas e faturamento;
2. foco na margem bruta e operacional;
3. foco no lucro líquido;
4. foco no retorno sobre o investimento; e
5. foco no valor.

Na primeira etapa, o retorno é medido pelo volume de vendas e faturamento. Quanto maior for o volume de vendas ou o faturamento, maior será o retorno sobre o investimento realizado. Frezatti (2003, p. 29) considera que essa medida de retorno, especialmente em empresas de pequeno porte, é a única utilizada de maneira consistente. Podem ser citadas duas limitações dessa medida: 1. não considera o valor do investimento realizado e tampouco o custo de oportunidade desse investimento, e 2. não considera os custos associados para a obtenção de um maior volume de vendas e faturamento.

Na segunda etapa, o retorno é medido pela confrontação do volume de vendas e faturamento com os custos e as despesas incorridas. No cálculo da margem bruta, são considerados apenas os custos de produção. Por sua vez, no cálculo da margem operacional, além dos custos de produção, são consideradas as despesas operacionais – despesas com vendas, administrativas e outras despesas opera-

cionais. No cálculo da margem operacional, não são incluídas as despesas ou as receitas relativas às atividades de financiamento da empresa. Em ambos os casos, o retorno será maior quanto maior for a margem bruta ou operacional. Novamente, esses indicadores não consideram o valor do investimento realizado e o custo de oportunidade desse investimento.

Na terceira etapa, o foco está no lucro líquido. O cálculo do lucro líquido, no caso brasileiro (Lei nº 6.404/76), além de considerar os custos de produção e as despesas operacionais, inclui: o resultado financeiro, o resultado não operacional e a provisão para imposto de renda e contribuição social. O lucro líquido é tradicionalmente calculado com base nas práticas contábeis geralmente aceitas, representando reflexos financeiros já acontecidos ou a acontecer, desde que vinculados a transações ocorridas ou a fatos geradores vinculados com as transações já ocorridas (MARTINS, 2001). O lucro líquido é criticado por não expressar efetivamente a capacidade de geração de valor por uma empresa, já que é apurado com base no custo histórico, refletindo apenas o fluxo de caixa das transações ocorridas (MARTINS, 2001). Além disso, ele não contempla o custo de oportunidade do capital investido (ASSAF NETO, 2003).

De fato, como afirma Rappaport (2001), a não representação do valor para o acionista a partir do lucro contábil não representa uma falha da contabilidade. A justificativa para esse comentário é que a contabilidade e suas demonstrações não existem para indicar o valor de uma empresa, mas para evidenciar o quanto nela foi investido. Rappaport (2001) enumera três falhas do lucro contábil como uma medida de retorno do capital investido ou do valor criado para o acionista, expressão preferida pelo autor: 1. adoção de práticas contábeis alternativas; 2. exclusão das necessidades de investimento; e 3. não consideração da mudança do dinheiro no tempo.

O lucro líquido de uma empresa em um determinado período também será função das práticas contábeis adotadas – reconhecimento de receitas, critério de apuração de estoques, taxas de depreciação etc. Portanto, mudanças nessas práticas poderão aumentar ou reduzir o valor do lucro líquido. Além disso, o cálculo do lucro líquido não leva em conta a necessidade de novos investimentos, seja em capital de giro, seja em capital fixo. A única informação que tem a esse respeito é a depreciação que, todavia, é calculada com base em critérios fiscais. Por fim, com a extinção da correção monetária dos balanços, o cálculo do lucro líquido não considera a mudança do dinheiro no tempo em decorrência dos efeitos da inflação. Como medida de retorno, o pressuposto é que quanto maior for o lucro líquido apurado em determinado período, maior será o retorno sobre o investimento realizado.

Na quarta etapa, começa a se considerar o valor do investimento realizado. De modo geral, o retorno sobre o investimento é calculado pela comparação do

lucro líquido com o capital investido. As principais medidas de retorno sobre o investimento incluem: *return on investment* (ROI), *return on assets* (ROA) e *return on equity* (ROE). No caso do ROI, o retorno é medido pela comparação do lucro operacional, portanto, antes do resultado financeiro, com o investimento realizado – passivo financeiro e capital próprio. No ROA, o retorno sobre o investimento é medido pela comparação do lucro operacional com o ativo, portanto inclui o total de capital de terceiros mais o total de capital próprio. Por fim, tem-se o ROE que é calculado pela comparação do lucro líquido apenas com o capital próprio.

Como afirmam Kassai et al. (1999, p. 166), enquanto as duas primeiras medidas – ROI e ROA – medem o desempenho global, o ROE “mede a rentabilidade sobre os recursos líquidos da empresa, sobre os recursos efetivamente investidos pelos proprietários”. Uma medida que unifica o ROI e o ROE é a alavancagem financeira que demonstra o efeito do capital de terceiros sobre a rentabilidade do capital próprio.

Embora essas medidas de retorno incluam o investimento realizado em seu cálculo, elas não estão isentas de limitações. A primeira limitação é que o cálculo desses indicadores depende do lucro líquido apurado que, conforme Rappaport (2001) e Assaf Neto (2003a), apresenta limitações como medida de valor. No que se refere ao ROI, Rappaport (2001, p. 39) afirma que o problema essencial com essa medida de retorno é que se trata de “um retorno baseado no princípio de competência contábil e está sendo comparado a uma medida de custo de capital, que é um retorno econômico exigido pelos investidores”. Rappaport (2001, p. 48) destaca que, além das limitações do ROI, um problema adicional com o ROE é sua sensibilidade à alavancagem que nem sempre irá representar criação de valor.

As limitações no cálculo do lucro líquido e dos indicadores que o utilizam fizeram com que se buscassem medidas alternativas para a análise do retorno de um investimento que fossem baseadas não mais em números decorrentes de práticas contábeis. Essas medidas passaram a enfatizar a maximização do valor como principal objetivo financeiro, buscando-se a identificação das variáveis que exercem impacto sobre o valor de uma empresa (CUNHA, 2002).

Copeland, Koller e Murrin (1996, p. 22) são da opinião que valor é a melhor medida de retorno, pois é a única que requer informação completa. Para Assaf Neto (2003b, p. 165), “uma empresa é considerada como criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas) uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganho”. Seria, nas palavras de Martins (2001), o genuíno lucro apurado pela empresa, ou seja, o incremento de caixa sobre o caixa investido. Portanto, o principal aspecto diferenciador do conceito de valor é que a empresa somente obtém retorno depois de remunerar todos os capitais investidos, inclusive o custo de capital. As princi-

país medidas de retorno baseadas no conceito de valor são: *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA) e *shareholder value added* (SVA).

O EVA, cujo conceito se assemelha ao de lucro residual (RAPPAPORT, 2001), é uma medida de receita residual que subtrai o custo de capital dos lucros operacionais (STEWART III, 1991). Como afirma Stewart III (1991, p. 24):

O EVA aumentará se o lucro operacional puder crescer sem necessidade de mais capital ou então se novo capital for investido em projetos que rendam mais do que o custo desse dinheiro, ou ainda se capital puder ser remanejado ou liquidado das atividades que não gerarem retornos adequados.

Para Stewart III (1991), o EVA é a única medida de desempenho que se conecta diretamente ao valor de mercado intrínseco de uma empresa. O autor afirma que, quando o EVA é projetado e descontado a valor presente, obtém-se o valor de mercado (MVA) que a empresa agrega ou consome ao capital aplicado. Em ambos os casos, quanto maior for o indicador calculado – EVA e MVA –, maior será o retorno para o acionista ou valor adicionado para o acionista.

No entanto, esses dois indicadores apresentam limitações decorrentes da dificuldade na determinação do custo de capital adequado à empresa; além disso, o MVA de uma empresa pressupõe que o EVA será perpétuo sem variações nos resultados da empresa e no custo de capital (ou custo de oportunidade). Também, para calcular tanto o EVA quanto o MVA, parte-se do lucro contábil que apresenta limitações como medida de criação de valor.

Uma terceira abordagem procura justamente superar essa limitação, ao utilizar não o lucro líquido, mas o fluxo de caixa livre para, descontando-se o custo de capital, projetar o valor da empresa e o valor criado para o acionista pelas estratégias alternativas.

2.1 GERAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA (SVA)

Na abordagem da geração de valor para o acionista (SVA), considera-se que o valor de uma empresa consiste em três componentes básicos: 1. o valor presente do fluxo de caixa livre durante o período de previsão; 2. o valor residual, que representa o valor presente do negócio, atribuível ao período além do período de previsão; e 3. o valor corrente de títulos negociáveis e outros investimentos que podem ser convertidos em caixa e que não sejam essenciais à operação do negócio (RAPPAPORT, 2001, p. 51).

Desse modo, o valor da empresa seria calculado como a seguir:

Valor presente dos fluxos de caixa livre durante o período de previsão
(+) Valor residual
(+) Títulos negociáveis
(=) Valor da empresa

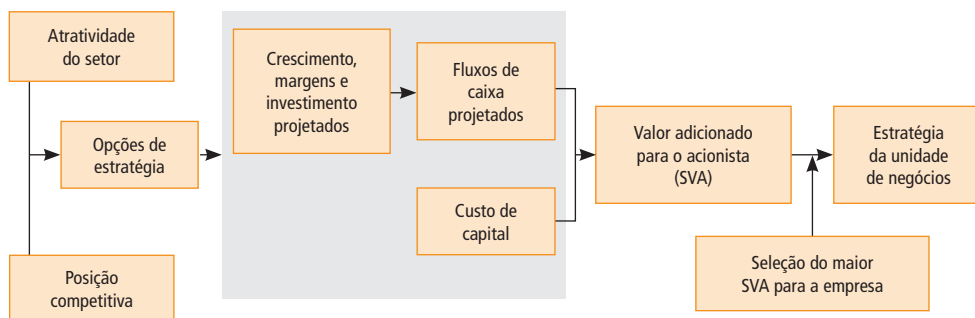
Para o cálculo do valor do acionista, seria reduzido o valor de mercado da dívida, sendo, portanto, calculado como a seguir:

Valor presente dos fluxos de caixa livre durante o período de previsão
(+) Valor residual
(+) Títulos negociáveis
(-) Valor de mercado da dívida
(=) Valor do acionista

Uma das utilidades da abordagem de SVA é a identificação, dentre as estratégias alternativas, daquelas que são fontes de vantagem competitiva (PORTER, 1985) e, portanto, adicionam valor para o acionista. Graficamente, a relação entre seleção de estratégias e criação de valor para o acionista é representada na Figura 1.

FIGURA 1

PROCESSO DE CÁLCULO DE VALOR E FORMULAÇÃO DE ESTRATÉGIAS



Fonte: Rappaport (2001, p. 81).

Queiroz (2004) destaca que a criação de valor decorre de ações que ampliam e sustentam a vantagem competitiva da empresa nos mercados que ela escolhe atender. Essa afirmação sugere que a obtenção de vantagem competitiva e a criação de valor estão associadas. Rappaport (2001) afirma que os conceitos de vantagem competitiva e criação de valor para o acionista são equivalentes: a obtenção de um fatalmente significa o alcance do outro.

2.2 DIRECIONADORES DE VALOR

O valor presente do fluxo de caixa livre durante o período de previsão e o valor residual, que representa o valor presente do negócio, atribuível ao período além do período de previsão, podem ser entendidos como os dois principais elementos determinantes da criação de valor para a empresa. No que se refere especificamente ao fluxo de caixa livre, seu cálculo representa a diferença entre entradas e saídas de caixa.

As entradas de caixa incluem: vendas no ano anterior, taxa de crescimento em vendas, margem de lucro operacional e imposto de renda base caixa; por sua vez, as saídas de caixa envolvem: investimento adicional em capital fixo e capital de giro (RAPPAPORT, 2001, p. 52).

O cálculo do fluxo de caixa livre seria realizado como a seguir:

$$\text{Fluxo de caixa livre} = [(\text{vendas no ano anterior}) * (1 + \text{Taxa de crescimento em vendas}) * (\text{Margem de lucro operacional}) * (1 - \text{Alíquota de imposto de renda})] - (\text{Investimento adicional em ativo fixo e capital de giro})$$

Rappaport (2001, p. 53) faz observações em relação a algumas entradas e saídas de caixa:

- A margem de lucro operacional é o índice de lucro operacional antes de impostos e juros com relação às vendas. Portanto, para seu cálculo, reduzem-se das vendas os custos das vendas e as despesas operacionais, incluindo a depreciação que não envolve desembolso de caixa. É equivalente ao conceito de *earnings before interests and taxes* (Ebit).
- O investimento adicional em ativo fixo é definido como o desembolso de capital acima da despesa de depreciação → investimento adicional em capital fixo = aquisição de ativo fixo – despesa de depreciação.
- O investimento adicional em capital de giro representa o investimento líquido em contas a receber, estoque, contas a pagar e diferidos que são necessários para suportar o crescimento em vendas.
- A alíquota de imposto de renda representa os impostos sobre o lucro operacional para um ano fiscal que são pagos em parcelas durante o ano ou que são exigibilidades (imposto de renda a pagar) ao final do ano.

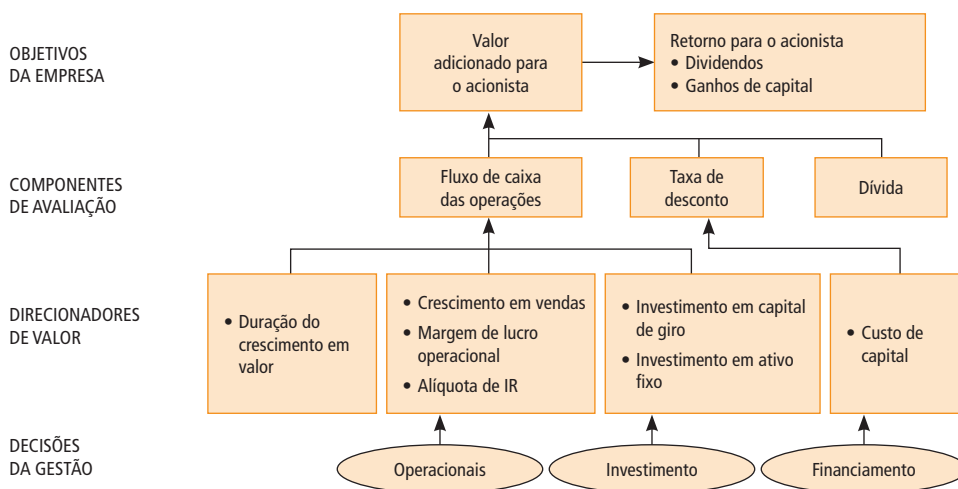
Tendo-se a informação do fluxo de caixa livre, esse valor é descontado pelo custo de capital. Segundo Rappaport (2001, p. 55), “a taxa apropriada para descontar a série de fluxos de caixa de uma empresa é a média ponderada dos custos da dívida e capital próprio”.

O valor residual representa o valor atribuível ao período posterior de previsão (RAPPAPORT, 2001). O valor residual reflete “o fato de que os fluxos de caixa resultantes de investimentos futuros não afetarão o valor da empresa, pois a taxa de retorno obtida sobre aqueles investimentos é igual ao custo de capital” (RAPPAPORT, 2001, p. 61). Conforme afirma o autor, uma das formas de calcular o valor residual é por meio do cálculo da perpetuidade, que se baseia no fluxo de caixa antes de novos investimentos. Sendo assim, o valor residual seria calculado pela divisão entre as entradas de caixa e o custo de capital, e também descontado pelo custo de capital para se obter o valor presente.

Os elementos que determinam o fluxo de caixa livre e o valor residual são denominados direcionadores de valor (RAPPAPORT, 2001). Graficamente, tem-se a relação entre os direcionadores de valor e o objetivo da empresa de gerar valor, conforme Figura 2.

FIGURA 2

A SEQUÊNCIA DA GERAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA



Fonte: Rappaport (2001, p. 77).

Sugere-se que empresas que atuam em diferentes setores podem ter diferentes combinações de direcionadores de valor em decorrência da natureza de suas atividades. Pode-se mesmo afirmar que empresas que atuam em um mesmo setor podem apresentar ênfases diferenciadas quanto aos direcionadores de valor como consequência de suas opções estratégicas.

3 METODOLOGIA

3.1 VARIÁVEIS DE INTERESSE

As duas principais variáveis de interesse neste estudo são: valor da empresa e direcionadores de valor. Valor da empresa foi representado por meio de seu valor de mercado (*market capitalization*), que, por sua vez, foi calculado pela multiplicação entre a cotação da ação não ajustada para provisão e a quantidade de ações, excluindo as ações em tesouraria, conforme apresentado no programa Economática.

Os direcionadores de valor foram selecionados com base no que propõe Rappaport (2001). Especificamente, consideraram-se apenas os direcionadores de valor que determinam o fluxo de caixa livre: vendas, crescimento em vendas, margem de lucro operacional, alíquota de imposto de renda, investimentos em capital de giro e investimento em ativos fixos. Os dados relativos a cada um dos direcionadores de valor foram obtidos também no programa Economática. Conforme definição desse programa, cada uma das variáveis é calculada como a seguir:

- *Vendas* (dado obtido da demonstração do resultado do exercício): representa a receita líquida de vendas.
- *Crescimento em vendas*: representa a variação no valor de vendas de um período para o outro, podendo ser positiva quando ocorre crescimento em vendas ou negativa quando há redução em vendas.
- *Lucro operacional* (Ebit) (dado obtido da demonstração do resultado do exercício): representa a diferença entre a receita líquida de vendas e o somatório dos custos de produção com as despesas com vendas e administrativas.
- *Imposto de renda líquido* (dado obtido da demonstração do resultado do exercício): representa a diferença entre a provisão do imposto de renda e o imposto de renda diferido.
- *Investimento em capital de giro*: representa o valor apurado na demonstração das origens e aplicações de recursos, denominado variação no capital circulante líquido. Esse investimento é positivo quando há aumento e negativo quando há redução.
- *Investimento líquido em ativo fixo*: representa a diferença entre a compra de ativos fixos e a depreciação do período; é positivo quando a compra de ativos fixos supera o valor da depreciação e negativo quando ocorre o inverso.

Para eliminar o efeito escala, todas as variáveis foram divididas pelo ativo total do início do período, formando proporções entre valores absolutos em relação ao ativo total.

3.2 HIPÓTESE DE PESQUISA

Segundo Assaf Neto (2003, p. 188), “para uma análise mais efetiva a respeito da atratividade e continuidade de uma empresa, deve-se necessariamente levar em consideração sua capacidade de agregar valor econômico”. Diante disso, os objetivos desta pesquisa são: 1. identificar os principais direcionadores de valor de empresas brasileiras; e 2. investigar se existem diferenças quanto aos principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores.

No que se refere especificamente ao segundo objetivo, Sousa (2002) constatou, em sua análise qualitativa dos direcionadores de valor mais relevantes, que, para cada setor, existe uma combinação específica dos direcionadores de valor considerados de maior relevância. Diante disso, a seguinte hipótese de pesquisa foi testada:

- H_0 : não existem diferenças significantes estatisticamente entre os principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores de atividade.

A não rejeição da hipótese de pesquisa significará que os direcionadores de valor indicados por Rappaport (2001) para o cálculo do fluxo de caixa livre não discriminam entre as empresas que atuam em diferentes setores. Significa dizer que esses direcionadores de valor são igualmente importantes para todas as empresas, independentemente do setor de atuação.

Por sua vez, a rejeição da hipótese de pesquisa apresentará indícios de que um ou mais direcionadores de valor discriminam entre as empresas que atuam em diferentes setores. Como consequência, empresas que atuam em diferentes setores privilegiam diferentes direcionadores para a geração de valor para o acionista.

3.3 SELEÇÃO DA AMOSTRA

O banco de dados do Economática foi utilizado para a seleção das empresas que compuseram a amostra. Foram coletadas informações de todas as empresas brasileiras, do período entre 2001 e 2005. As empresas que não apresentavam informações em qualquer dos anos ou em qualquer das variáveis incluídas na análise foram excluídas do estudo. Inicialmente, existiam 350 empresas, restando, ao final, 125 com informações válidas.

Das organizações que compuseram a amostra, 68% são do setor industrial, 5,6% são comerciais, e os demais 26,4% incluem empresas do setor de serviços.

Tendo em vista a pequena quantidade de empresas que compuseram o setor comercial, optou-se por não analisá-lo separadamente, de modo que somente serão analisados separadamente os dois outros setores: indústria e serviços.

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Tendo em vista as vantagens destacadas por Gujarati (2006) relativas ao uso de dados em painel, comparativamente à análise de regressão e séries temporais, essa técnica estatística foi utilizada para a análise dos dados.

A estimativa dos coeficientes considerou, em um primeiro momento, o modelo usando mínimos quadrados ordinários. Em seguida, a influência de variáveis não observáveis foi testada, tanto para efeitos fixos quanto para efeitos aleatórios, usando, para a análise final, a relação estatística mais adequada.

Para investigar se existem diferenças significantes estatisticamente entre os principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores de atividade, considerou-se a significância dos coeficientes (*p-value*) de cada direcionador de valor para cada setor de atividade.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os objetivos desta pesquisa são: 1. identificar os principais direcionadores de valor de empresas brasileiras; e 2. investigar se existem diferenças quanto aos principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores.

A análise e discussão dos resultados foram então segmentadas em duas partes, cada qual relativa a um dos objetivos.

O primeiro passo para a análise dos resultados, tanto para toda a amostra quanto para cada setor, foi a seleção do método de dados em painel mais adequado. Para tanto, foram realizados os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman, considerando um nível de significância de 1% (Quadro 1).

QUADRO 1

SELEÇÃO DO MÉTODO DE DADOS EM PAINEL

GRUPO DE EMPRESAS	MÉTODO		
	SELECIONADO	TESTE	<i>p-value</i>
Amostra total	Efeitos aleatórios	Hausman	0,9849
Setor industrial	Efeitos aleatórios	Hausman	0,3989

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para o caso das empresas do setor de serviços, tendo em vista que o teste de Hausman não pode ser realizado em decorrência de um resultado negativo para o qui-quadrado, a opção pelo método se deu em virtude do “rho” que representa a fração de variância explicada pelo erro. O método que apresentou maior “rho” foi o escolhido. Nesse caso, escolheu-se o método de “efeitos fixos” que, além de apresentar maior “rho”, tem a vantagem de ser menos restrito por não exigir correlação do erro com as variáveis independentes.

Para todas as análises, empregou-se o método *white (diagonal)*, como forma de eliminar problemas de heterocedasticidade e normalidade.

4.1 IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS DIRECIONADORES DE VALOR

A Tabela 1 apresenta as principais estatísticas relativas aos direcionadores de valor para todas as empresas que compuseram a amostra.

TABELA 1

ESTATÍSTICAS PARA TODAS AS EMPRESAS DA AMOSTRA

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRONIZADO	p-value
Receita	0,039	0,110304	0,724
CrescReceita	0,041	0,327392	0,899
LOperacional	3,279	9,436455	0,000
IR	-0,103	1,307223	0,937
AplicAtPerm	0,650	0,802261	0,418
AumCapGiro	0,780	0,303269	0,010
		R ² ajustado	0,8949
		Probabilidade (estatística F)	0,000000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados demonstram que aproximadamente 90% do comportamento do “valor da empresa” é explicado pelos direcionadores de valor. Somente dois direcionadores de valor, “lucro operacional” e “investimento em capital de giro”, se apresentaram significantes estatisticamente para todas as empresas que compuseram a amostra.

Tendo por base os coeficientes, percebe-se que o direcionador de valor “lucro operacional” é o que mais contribui para a explicação do valor da empresa, o que está coerente com os resultados encontrados por Caselani e Caselani (2005) que, depois de incluírem a variável margem operacional no modelo de apuração do valor da empresa, constataram uma melhora significativa no resultado.

Por sua vez, o direcionador de valor “investimento em capital de giro” como segundo direcionador de valor significativo estatisticamente pode indicar ou uma preocupação maior com resultados de curto prazo do que com longo prazo ou um momento em que as empresas estão recuperando os investimentos realizados em anos anteriores no ativo fixo. É preciso também considerar que, no caso brasileiro, predominam as linhas de crédito de curto prazo.

Os direcionadores de valor “receita”, “crescimento da receita”, “imposto de renda” e “investimento líquido em ativo permanente” não se apresentaram significantes estatisticamente quando se analisou o conjunto de empresas brasileiras. A não significância desses direcionadores de valor pode ter importantes implicações.

No que se refere à ausência de significância estatística dos direcionadores de valor de “receita” e “crescimento da receita”, esse resultado pode representar que a ênfase das empresas brasileiras não esteja em diferenciação ou inovação de produtos que lhes garantam maior valor agregado e, portanto, maior margem. Ao contrário, a ênfase está na gestão de custos, de modo que as empresas possam alcançar um nível de lucro operacional que seja representativo para a criação de valor. É preciso considerar ainda que existe, na amostra examinada, uma presença significativa de empresas que atuam em setores regulados, o que também faz com que a ênfase seja em gestão de custos.

Quanto à ausência de significância estatística do direcionador de valor de “imposto de renda”, pode-se considerar que essa variável não está consumindo valor das empresas quando se considera o conjunto da amostra.

Por fim, a ausência de significância estatística do direcionador de valor de “investimento líquido em ativo permanente” pode indicar que as empresas brasileiras não estão renovando seu capital fixo nem suas atividades. Quanto a esse último aspecto, pode se considerar que as empresas tenham ampliado suas atividades sem a necessidade de reinvestimento por causa da existência de capacidade ociosa. A percepção de que as empresas investigadas têm apresentado reduzido reinvestimento em ativo permanente é coerente com os resultados de Assaf Neto (2003).

4.2 IDENTIFICAÇÃO DOS PRINCIPAIS DIRECIONADORES DE VALOR POR SETOR DE ATUAÇÃO

A Tabela 2 apresenta as principais estatísticas relativas aos direcionadores de valor para as empresas do setor industrial que compuseram a amostra.

TABELA 2

ESTATÍSTICAS PARA AS EMPRESAS DO SETOR INDUSTRIAL

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRONIZADO	<i>p-value</i>
Receita	0,027	0,129666	0,835
CrescReceita	-0,234	0,419485	0,577
LOperacional	3,904	0,630526	0,000
IR	-1,439	1,875086	0,443
AplicAtPerm	0,699	1,073839	0,515
AumCapGiro	0,863	0,309475	0,005
		R ² ajustado	0,8914
		Probabilidade (estatística F)	0,000000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados obtidos para o setor industrial se assemelham ao que foi analisado para toda a amostra. Diante desses resultados, as mesmas considerações feitas para toda a amostra são igualmente válidas para as empresas do setor industrial.

É possível afirmar ainda que, tendo em vista que as empresas industriais representam quase 70% de toda a amostra, é provável que elas tenham influenciado os resultados para toda a amostra.

A Tabela 3 apresenta as principais estatísticas relativas aos direcionadores de valor para as empresas do setor de serviços que compuseram a amostra.

TABELA 3

ESTATÍSTICAS PARA AS EMPRESAS DO SETOR DE SERVIÇOS

VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRONIZADO	<i>p-value</i>
Receita	-0,376	0,069161	0,587
CrescReceita	-0,210	0,193801	0,280
LOperacional	2,046	0,278901	0,000
IR	0,252	0,517248	0,627
AplicAtPerm	0,177	0,190061	0,354
AumCapGiro	-0,088	0,230652	0,703
		R ² ajustado	0,9314
		Probabilidade (estatística F)	0,000000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para as empresas de serviço, os direcionadores de valor explicam aproximadamente 93% do comportamento do “valor da empresa”, e apenas o direcionador de valor “lucro operacional” se apresentou significativo estatisticamente.

Diante disso, todos os comentários feitos em relação a toda a amostra permanecem válidos para as empresas que atuam no setor de serviços. Enquanto, para todas as empresas e para as empresas que atuam no setor industrial, o direcionador de valor “investimento em capital de giro” foi significativo estatisticamente, esse direcionador, para as empresas de serviço, não se mostrou significativo estatisticamente.

Isso poderia ser justificado pelo fato de as empresas de serviços não possuírem necessidade elevada de investimentos em capital de giro, pois não utilizam o estoque como item representativo em seu negócio, que não afeta significativamente o giro das operações.

Diante desses resultados, é possível rejeitar a hipótese de que não existem diferenças significativas estatisticamente entre os principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores de atividade, tendo em vista que tanto as empresas que compõem o setor industrial quanto aquelas que compõem o setor de serviços apresentam o direcionador de valor “lucro operacional” significativo estatisticamente. Entretanto, as empresas que compõem o setor industrial apresentam ainda o “investimento em capital de giro” como sendo significativo estatisticamente, o que não ocorre para as empresas do setor de serviços.

A rejeição da hipótese de pesquisa indica que empresas que atuam em diferentes setores privilegiam diferentes direcionadores para a geração de valor para o acionista.

Com base nos resultados apresentados, sugere-se que os investidores atribuem maior valor às empresas com maior geração de resultados (lucro operacional) e às empresas que possuem maior investimento nas operações de giro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo procurou identificar os principais direcionadores de valor de empresas brasileiras, com base na estrutura conceitual proposta por Rappaport (2001). Ao mesmo tempo, esta pesquisa buscou investigar se existem diferenças quanto aos principais direcionadores de valor de empresas que atuam em diferentes setores.

Os resultados demonstraram que, tanto considerando todas as empresas investigadas quanto considerando separadamente por setor (especificamente em setor industrial e de serviços), o direcionador de valor “lucro operacional” se apresentou significativo estatisticamente. A identificação do lucro operacional como principal direcionador de valor é coerente com os resultados apresentados por Caselani e Caselani (2005).

Somente para as empresas industriais, o direcionador de valor “investimento em capital de giro” se apresentou significativo estatisticamente, não ocorrendo o mesmo para as empresas do setor de serviços. Esse resultado pode decorrer da relativa menor relevância que estoques e investimentos em giro possuem nas operações de empresas de serviços.

Quando se testou a hipótese de que os direcionadores de valor não seriam diferentes para empresas que atuam em diferentes setores, os resultados demonstraram ser possível rejeitar essa hipótese, tendo em vista que as empresas industriais apresentaram um direcionador de valor significativo estatisticamente – “investimento em capital de giro” – além do que é apresentado pelas empresas de serviços. Os resultados deste estudo são convergentes com as evidências obtidas por Sousa (2002).

De modo geral, pode-se concluir que as empresas brasileiras investigadas para o período de 2001 a 2005 apresentam um padrão de estratégias que não são similares embora utilizem como principal direcionador de valor a rentabilidade proveniente das operações (rentabilidade operacional) para o aumento do valor da empresa e, conseqüentemente, para a obtenção de vantagem competitiva. Para as organizações que atuam no setor industrial, o investimento adicional em capital de giro também representa um padrão de estratégia relevante para

geração de valor, enquanto o mesmo não é válido para aquelas que atuam no setor de serviços.

Pesquisas futuras podem ampliar o horizonte temporal utilizado neste estudo, assim como o número de empresas examinadas. Estudos posteriores podem também analisar os microdirecionadores que explicam a geração de valor para o acionista, tal como proposto por Rappaport (2001), buscando identificar aqueles que são mais significativos e se existem diferenças no perfil de utilização desses microdirecionadores por setor de atuação.

VALUE DRIVERS ANALYSIS IN BRAZILIAN FIRMS

ABSTRACT

Competitive strategies are formulated and implemented with the purpose of creating shareholder value. This paper intends to identify and analyze the most significant value drivers for all firms included in the sampling and for each industry – manufacturing, service and commerce. We use the Shareholder Value Added (SVA) approach in order to identify the potential firm value drivers. In the literature review, we describe different return measures which intend to capture the value creation and their limitations; in addition, we detail the SVA approach. It is hypothesized that there is not significant statistical differences among the most prominent value drivers of firms competing in different industries. The data to calculate the firm value and the value drivers are obtained from a sample of Brazilian firms, including the period of 2001-2005. The statistical technique of panel data is applied. The main implication of these results is that the value driver “Operational Income” and “Investment in Working Capital” are the most prominent value drivers for all firms. Moreover, there is significant statistical difference among the most prominent value drivers across different industries – manufacturing and service; therefore, we could not confirm the research hypothesis. The conclusion is that firms competing in different industries emphasize different value drivers with the purpose of creating shareholder value. This paper contributes to the accounting research on this topic by identifying the key value drivers by industry level and also the differences in terms of the most relevant value drivers across industry level, based on a quantitative approach.

KEYWORDS

Shareholder value; Value drivers; Operational income; Investment in working capital; Panel data.

ANÁLISIS DE LOS CONDUCTORES DEL VALOR EN FIRMAS BRASILEÑAS

RESUMEN

Las estrategias competitivas se formulan y se ponen en ejecución con el propósito de crear valor para los accionistas. Este trabajo tiene como objetivo identificar y analizar los conductores más significativos del valor para las firmas de la muestra y para cada industria – fabricación, servicio y comercio. Usamos el enfoque de generación del valor para los accionistas (SVA) con el fin de identificar los posibles conductores del valor de una empresa. En la revisión de la literatura, se describen las diversas medidas de retorno que tienen como objetivo la captura de la creación de valor y sus limitaciones; además, se detalla el enfoque SVA. Se presume que no hay diferencias estadísticas significativas entre los conductores más importantes del valor de las firmas que compiten en diferentes industrias. Fue obtenido el valor de las firmas y los conductores del valor de una muestra de firmas brasileñas, incluyendo el período de 2001-2005. La técnica estadística de datos de panel fue aplicada. La principal implicación de estos resultados es que el conductor de valor “ingresos operacionales” y “inversión en capital de trabajo” son más importantes para todas las firmas. Por otra parte, hay diferencia estadística significativa entre los conductores más importantes del valor entre las diversas industrias – fabricación y servicio –, no permitiendo la confirmación de la hipótesis de investigación. La conclusión es que las firmas que compiten en diversas industrias acentúan diversos conductores del valor con el propósito de crear valor para los accionistas. Este estudio contribuye a la investigación contable sobre el tema porque identifica los conductores del valor en diferentes sectores de la actividad económica y, también, las diferencias entre los conductores de valor más representativos entre los sectores de actividad, basado en un enfoque cuantitativo.

PALAVRAS CLAVE

Valor para lo acionista; Conductores del valor; Ingresos operacionales; Inversión em capital de trabajo; Datos de panel.

REFERÊNCIAS

ARANTES, N. *Sistemas de gestão empresarial: conceitos permanentes na administração de empresas válidas*. São Paulo: Atlas, 1998.

- ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Revista de Contabilidade & Finanças*, n. 33, p. 16-32, 2003.
- ASSAF NETO, A. *Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática*. 2003. Tese (Livre-Docência em Administração)–Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003a.
- _____. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003b.
- AZNAREZ, J. L. et al. 50 largest companies: 2000-2005 – shareholder value creation in Latin American. *Social Science Research Network*, 2006. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- CASELANI, D. M. C.; CASELANI, C. N. A importância dos direcionadores financeiros e não financeiros para a geração de valor para as companhias brasileiras: evidências empíricas. In: SBFIN – ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2005.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 1996.
- CUNHA, D. R. *Gestão baseada em valor: uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte*. 2002. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- DAMODARAN, A. *Corporate finance: theory and practice*. New York: John Wiley & Sons, 1997.
- DOCKERY, E.; HERBERT, W. E.; TAYLOR, K. Corporate governance, managerial strategies and shareholder wealth maximization: a study of large European companies. *Managerial Finance*, Patrinton, v. 26, n. 9, p. 21-35, Sept. 2000.
- FERA, N. Using shareholder value to evaluate strategic choices. *Management Accounting*, Montvale, v. 79, n. 5, p. 47-51, nov. 1997.
- FERNÁNDEZ, P. Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA: year 2001. *Social Science Research Network*, 2001. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- FERNÁNDEZ, P.; REINOSO, L. Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA: year 2001. *Social Science Research Network*, 2002. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- _____. Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA: year 2001. *Social Science Research Network*, 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- _____. Shareholder value creators in the S & P 500: year 2003. *Social Science Research Network*, 2004. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- FERNÁNDEZ, P.; VILLANUEVA, A. Shareholder value creation in Europe – EuroStoxx 50: 1997-2003. *Social Science Research Network*, 2004. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- _____. Shareholder value creators in the S & P 500: year 2004. *Social Science Research Network*, 2005. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 20 jun. 2006.
- FREZATTI, F. *Gestão de valor na empresa*. São Paulo: Atlas, 2003.
- GUJARATI, D. N. *Econometria básica*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HALL, J. H. Dissecting EVA: the value drivers determining the shareholder value of industrial companies. *Social Science Research Network*, 2002. Disponível em <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 20 jun. 2006.

- KASSAI, J. R. et al. *Retorno de investimento*. São Paulo: Atlas, 1999.
- LOPO, A. et al. Avaliação de empresas. In: MARTINS, E. (Org.). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001. p. 263-308.
- MARTINS, E. (Org.). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.
- MENDES, F. *A gestão baseada no valor nas instituições financeiras: um modelo aplicado a bancos múltiplos*. 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- PORTER, M. E. *A vantagem competitiva*. São Paulo: Campus, 1985.
- QUEIROZ, M. J. *Avaliação econômico-financeira das estratégias de marketing em empresas orientadas para o mercado: um estudo exploratório*. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- RAPPAPORT, A. Cash flow analysis of corporate performance. *Small Business Report*, New York, v. 13, n. 9, p. 80-86, Nov. 1988.
- _____. *Gerando valor para o acionista*. São Paulo: Atlas, 2001.
- SOUSA, A. F. *Fatores que contribuem para a empresa agregar valor*. 2002. Tese (Livre-Docência em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- STEWART III, G. B. *Em busca do valor*. Porto Alegre: Bookman, 1991.