

Área Temática:

Finanças

Título do Trabalho:

Métricas de criação de valor: Uma análise de trabalhos empíricos brasileiros (1997 a 2007)

AUTORES

ADRIANO LEAL BRUNI

Universidade Salvador
albruni@infinitaweb.com.br

FLÁVIO CROPALATO DE MELO

Universidade Salvador
FCROPA@IG.COM.BR

CÁSSIO JOSÉ CANÁRIO DE MORAES

Universidade Salvador - Unifacs
cassio.moraes@terra.com.br

ROBERTO BRAZILEIRO PAIXÃO

Universidade Federal da Bahia
rbpaixao@yahoo.com.br

CÉSAR VALENTIM DE OLIVEIRA CARVALHO JUNIOR

Universidade Federal da Bahia - UFBA
cesarjvalentim@terra.com.br

Resumo

Este trabalho buscou analisar o uso de métricas de criação de valor no Brasil, buscando confrontar os aspectos teóricos discutidos nos principais livros de Finanças utilizados no Brasil com as evidências empíricas de trabalhos acadêmicos publicados nos Encontros Anuais da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD's), entre os anos de 1997 a 2007. Os resultados encontrados evidenciam a importância tanto dos direcionadores financeiros quanto dos intangíveis na avaliação da criação de valor das empresas. Apesar de diversas técnicas terem sido aplicadas ao longo dos anos, não se pode afirmar que determinado modelo seja aplicável em qualquer situação, para as mais distintas companhias, evidenciando que as peculiaridades das organizações são refletidas de maneiras variadas. Em muitas ocasiões, o problema não diz respeito à falta de modelos e sim à escolha do modelo correto para a avaliação do valor do ativo. A pesquisa conclui que a combinação da análise de direcionadores financeiros e não financeiros contribuem para explicar o comportamento dos valores das ações no mercado, enfatizando que determinados direcionadores são mais aplicáveis a determinados tipos de empresas ou segmentos de mercado que outros.

Palavras-chave: Criação de valor, direcionadores de valor, métricas.

Abstract

This study sought to analyze the use of metrics of value creation in Brazil, trying to confront the theoretical aspects discussed in the main books of Finance used in Brazil with the empirical evidence of scholarly papers published in the Annual Meetings Program of the National Association of Post-Graduate Studies in Business Administration (ENANPAD's) between the years 1997 to 2007. The results highlight the importance of both the financial as the intangibles value drivers in the evaluation of the companies' creation of value. Despite several techniques have been applied over the years, we can not say that a particular model is applicable to any situation, for the most distinguished companies, showing that the peculiarities of the organizations are reflected in several ways. On many occasions, the problem does not concern the lack of models, but the choice of the correct model for the valuation of the assets. The research concludes that the combination of value drivers analysis of financial and non-financial help to explain the behavior of the stock market values, emphasizing that certain drivers are more applicable to certain types of companies or segments of the market than others.

Key-words: Creation of value, value drivers, metrics.

Métricas de criação de valor: Uma análise de trabalhos empíricos brasileiros (1997 a 2007)

1. Introdução

A importância da criação de valor pelas empresas é um tema abordado pelos principais manuais de finanças. Conforme Caselani e Caselani (2005), Cunha (2002) e Aguiar e outros (2007), um grande número de estudos têm se dedicado a identificar as empresas criadoras e destruidoras de valor para o acionista, enquanto outros estudos têm se voltado à identificação dos principais direcionadores de valor das empresas. Embora os acionistas sejam os principais interessados na criação de valor das empresas, buscando retorno sobre o capital investido, outros integrantes do mercado também podem ter esse objetivo. Entre eles, destacam-se: os administradores, para suas tomadas de decisões e avaliação de suas estratégias; os clientes, atuando como fonte confiável e de fácil acesso para compra de produtos de qualidade a preços competitivos; e os fornecedores, garantindo a capilaridade para distribuição de seus produtos (SANTOS; SANTOS, 2006).

As recentes transformações no cenário macro-econômico brasileiro e mundial têm ratificado a crescente importância do entendimento sobre a criação de valor entre as empresas nacionais. O controle inflacionário, a redução do risco país, recordes de movimentação na bolsa de valores de São Paulo e a expansão de empresas brasileiras através de aquisições de concorrentes ao redor do mundo são exemplos dessas transformações, que têm despertado o interesse sobre o desempenho futuro das companhias.

Devido ao fato do Brasil ainda ser um mercado acionário em maturação, a grande gama de literatura sobre criação de valor é originária, principalmente, dos Estados Unidos. Observa-se, entretanto, um crescente movimento de estudiosos brasileiros analisando a teoria estrangeira de acordo com a realidade do mercado nacional. Depreende-se, então, a necessidade de verificar o impacto e relevância desses estudos de acordo com os resultados obtidos por empresas brasileiras.

O problema de pesquisa formulado para o presente estudo é apresentado como: “O que trabalhos acadêmicos empíricos feitos no Brasil evidenciam sobre métricas de criação de valor?”. O objetivo principal consiste em analisar evidências de trabalhos acadêmicos empíricos nacionais sobre métricas de criação de valor. Os objetivos secundários podem ser apresentados como: (a) apresentar como os principais fundamentos teóricos da Administração Financeira utilizados no Brasil abordam o tema métricas de criação de valor; (b) apresentar os trabalhos acadêmicos empíricos publicados nos Encontros Anuais da Associação de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD's) entre os anos de 1997 e 2007 e que investigaram o tema métricas de criação de valor; (c) sintetizar as conclusões de cada um dos trabalhos encontrados; e (d) confrontar a teoria apresentada nos fundamentos teóricos da Administração Financeira com as evidências empíricas de trabalhos acadêmicos brasileiros.

Este trabalho encontra-se estruturado em quatro partes, além desta que introduz o tema, o problema e os objetos geral e específicos. Na segunda parte é realizada a revisão bibliográfica sobre métricas de criação de valor, as ferramentas utilizadas para os cálculos e os resultados a serem encontrados, assim como seus impactos na geração de valor da empresa. Além disso, discute-se os aspectos peculiares brasileiros referentes ao tema. Na terceira parte são apresentados os procedimentos metodológicos, bem como a coleta dos dados. Na quarta parte são apresentados os resultados da pesquisa e a confrontação das teorias apresentadas nos trabalhos empíricos estudados com a realidade das empresas do mercado brasileiro. Por fim, na quinta parte são tecidas as considerações finais.

2. Fundamentação teórica

Os principais manuais de finanças comungam a definição de que o principal objetivo da administração financeira é gerar valor para os acionistas e proprietários, como os textos de Bringham e Houston (1999), Damodaran (2006), Ross, Westerfield e Jaffe (1995) e Ross, Westerfield e Jordan (2002).

O dicionário de finanças “Investidor”, da Bovespa (2007), define valor como sendo: *a) atributo que confere a qualquer objeto a natureza de bem econômico; b) quantidade monetária equivalente a uma mercadoria, em função de sua capacidade de ser negociada no mercado; c) título negociável*. Dessa forma, esse estudo considerará valor da empresa como sendo uma medida, em moeda corrente, capaz de avaliar e comparar uma ou mais corporações em um ou mais determinados momentos, de acordo com sua capacidade de negociação no mercado.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) diferenciam valor histórico ou valor contábil de valor de mercado. Segundo os autores, ao apresentarem, em suas demonstrações contábeis, seus ativos pelo valor histórico ou valor contábil, as empresas, na verdade, apresentam números baseados em custos. Por outro lado, os autores definem como valor de mercado o preço pelo qual compradores e vendedores estariam interessados em negociar seus ativos.

Devido à possibilidade das empresas manipularem o valor histórico através da contabilidade, o valor de mercado tende a refletir com maior acuidade a eficiência e eficácia da instituição quanto à geração de valor aos acionistas e proprietários. Contudo, ainda assim as análises das demonstrações contábeis podem ser utilizadas como ferramentas importantes para avaliação do desempenho operacional da instituição.

Com o intuito de quantificar os resultados das empresas, os administradores podem contar com diversos modelos de avaliação. Segundo Damodaran (2006), o problema na avaliação não diz respeito à falta de modelos, mas ao fato de haver modelos em demasia. Escolher o modelo correto é tão importante quanto saber como utilizá-lo para se obter valor razoável. O mesmo autor acrescenta que, de forma genérica, as empresas podem ser avaliadas de três formas diferentes, a saber: (a) através de descontos de fluxos de caixa para obtenção de um valor presente do capital ou da empresa; (b) técnicas que se baseiam em valores de índices indicadores e; (c) modelos de precificação de opções. Além disso, dentro de cada forma existem alternativas adicionais.

Um dos maiores desafios dos analistas é saber qual o modelo correto para determinada situação, uma vez que, apesar de utilizarem basicamente os mesmos parâmetros (risco, crescimento e índices *payout*), os diferentes modelos podem levar a valores distintos por creditarem maior importância a determinado parâmetro (DAMODARAN, 2006).

A utilização das medidas de valor, além de permitir a quantificação e posterior análise dos resultados da empresa, possibilita o acompanhamento de metas e objetivos estratégicos previamente traçados. Scalabrin e Alves (2003) afirmam que, a partir da análise das demonstrações financeiras, os administradores podem reorganizar as empresas para melhorar seu desempenho e os credores podem avaliar mais adequadamente o risco da concessão de um empréstimo.

Os acionistas e investidores, ao confiarem parte de seus ativos ao setor produtivo, esperam ser remunerados ao longo do tempo de acordo com o grau de risco assumido por esse investimento. Caso não haja perspectiva de retorno satisfatório eles podem direcionar seus recursos às aplicações financeiras imobiliárias ou até mesmo ao consumo.

Por não conseguirem atuar diretamente sobre o valor que devem gerar para os acionistas, os gestores devem preocupar-se em atuar nos direcionadores de valor, que são as variáveis que afetam o valor. Com o objetivo de reduzir a incerteza na avaliação da criação ou destruição de valor pelas empresas, inúmeros estudos tem sido realizados para identificar

quais direcionadores são mais confiáveis. Caselani e Caselani (2005) definem direcionador como qualquer variável que influencia no valor da empresa. Copeland, Koller e Murrin (2002) acrescentam que os direcionadores de valor podem ser divididos em índices de desempenho financeiro e operacionais (não financeiros).

A literatura não é unânime em classificar quantos e quais são os principais direcionadores de valor, o que justifica o grande número de pesquisas realizadas nesta área. Um exemplo dessa diferenciação reside na classificação de Rappaport (2001) em sete direcionadores principais, a saber: crescimento em vendas, margem de lucro operacional, investimento incremental em ativos fixos, investimento incremental em capital de giro, alíquota de imposto de renda base caixa, custo de capital e tempo de duração do crescimento em valor. Por outro lado, Young e O'Byrne (2003), consideram cinco categorias: medidas de lucro residual, componentes do lucro residual, medidas baseadas no mercado, medidas de fluxo de caixa e medidas de lucro tradicional.

Portella (2000) apresenta em seu trabalho dois modelos tradicionais de avaliação, o índice preço/lucro e o método dos dividendos. Menciona, também, uma nova abordagem: a avaliação baseada na combinação do lucro com o patrimônio líquido. Damodaran (2006) destaca, entre outros modelos, os modelos de desconto de dividendos, os modelos de fluxos de caixa líquidos da empresa, os índices preço/lucro, os índices preço/valor contábil, os índices preço/vendas e a teoria da precificação de opções.

Esse trabalho ater-se-á ao estudo dos direcionadores mais pesquisados pelos trabalhos publicados nos ENANPAD'S, entre os anos de 1997 e 2007, quais sejam: (a) indicadores contábeis e financeiros, dentre eles os índices de liquidez, de endividamento, de rotatividade e de rentabilidade; (b) o modelo de desconto de dividendos; (c) o índice preço/lucro; (d) o modelo de fluxo de caixa líquido da empresa; (e) o valor econômico agregado (EVA) e o valor de mercado agregado (MVA); e (f) os direcionadores não financeiros.

2.1. Indicadores contábeis e financeiros

As demonstrações contábeis tem sido de fundamental importância para a análise do desempenho das empresas ao longo do tempo. Matarazzo (1998) afirma que a análise de balanço fornece uma visão da estratégia e dos planos da empresa, permitindo avaliar suas limitações, potencialidades e, portanto, o seu futuro. Para Brealey e Meyers (2006), *“compreender o passado é pré-requisito necessário para contemplar o futuro”*. Em contrapartida, autores como Baker (1987), citado por Santos e Santos (2006), consideram que a análise baseada em dados estritamente contábeis indicam a posição da empresa em determinada data em detrimento das tendências de seus negócios.

Os índices de liquidez preocupam-se com o ativo circulante e o passivo circulante, diagnosticando a capacidade da empresa de pagar suas contas no curto prazo (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2002). Esses índices podem influenciar no valor da empresa à medida que afetam a confiabilidade e credibilidade da organização em honrar seus compromissos, dificultando a obtenção de crédito, elevando as taxas de juros a pagar, gerando possíveis dificuldades operacionais e, conseqüentemente, reduzindo os resultados esperados.

De acordo com Damodaran (2006), ao contrário dos índices de liquidez que medem a solvência no curto prazo, os índices de endividamento preocupam-se com o risco de solvência no longo prazo. Os índices de endividamento podem afetar a credibilidade financeira da empresa junto a fornecedores e financiadores. Entretanto, os financiamentos a longo prazo são mais comumente aplicados em projetos que objetivam a ampliação da capacidade produtiva e, quando bem geridos, o aumento do faturamento.

Os índices de rotatividade indicam a eficiência das empresas na utilização de seus ativos para a geração de receitas. Tais índices refletem ganhos de produtividade, intervalos de

tempo em que o capital fica parado e, conseqüentemente, os retornos sobre o capital investido e seus respectivos intervalos de tempo (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2002).

De acordo com Damodaran (2006), pode-se medir a rentabilidade em relação ao capital empregado ou em relação às vendas. A rentabilidade indica quanto a empresa obtém de retorno para cada unidade monetária aplicada ou vendida, conforme a análise realizada. Índices de rentabilidade mais elevados refletem maior retorno aos proprietários e maior crescimento do empreendimento. Os índices de rentabilidade mais utilizados são: (a) margem de lucro; (b) retorno sobre ativos; (c) retorno sobre o patrimônio líquido; (d) retorno sobre capital investido; (e) EBIT (ganhos antes dos juros e impostos); (f) EBITDA (ganhos antes dos juros, impostos, depreciação e amortização).

2.2. Modelo de desconto de dividendos

O modelo de desconto de dividendos é considerado um modelo básico para avaliação do patrimônio líquido, no qual o valor de uma ação é o valor presente dos dividendos que se espera que ela gere (DAMODARAN, 2006). Portella (2000) acrescenta que esse modelo estima o valor das ações, pressupondo a capitalização do dividendo de um período inicial, como se fosse uma perpetuidade.

Esse modelo permite variações de acordo com os períodos de crescimento, tais como o modelo de crescimento de dois estágios, onde há um crescimento alto na fase inicial e depois um crescimento constante; o modelo H, onde a fase inicial de crescimento não é constante, mas diminui linearmente até atingir o crescimento estável; ou o modelo de crescimento em três estágios, que apresenta uma fase de crescimento elevado, uma segunda fase de transição e, finalmente, um período de crescimento estável (DAMODARAN, 2006).

Portella (2000) observa a dificuldade de se estimar o custo do capital próprio e a taxa de crescimento dos dividendos como desvantagens na aplicação do método, além da possibilidade do aumento dos dividendos distribuídos poder ser manipulada pelos administradores, pelo menos no curto prazo, através de empréstimos ou liquidação de ativos, casos em que haveria destruição de valor da empresa. Damodaran (2006) ressalta uma outra limitação do modelo relativa à medida em que a taxa de crescimento aproxima-se da taxa de desconto, o valor tende a ir para o infinito.

Entretanto, apesar de um modelo simples, testes tem indicado sua utilidade em medir valor, embora sua principal eficácia resida no fato de descobrir que ações de baixo índice Preço/Lucro e alto rendimento de dividendos estejam subvalorizadas (DAMODARAN, 2006).

2.3. Índice Preço/Lucro

O indicador Preço/Lucro é o mais utilizado e também o que mais se faz uso impróprio (DAMODARAN, 2006). Por se tratar de um modelo comparativo, Portella (2000) relaciona três formas básicas de utilização do índice Preço/Lucro(P/L): comparando-se com a média dos índices de empresas do setor; comparando-se com os índices históricos da própria empresa ; ou comparando-se com o índice médio do mercado global.

Palepu *et al.* (1996), citados por Portella (2000), relacionam três problemas quando da aplicação desse modelo: quanto à identificação dos componentes permanentes (recorrentes) do lucro; quanto à adequação do múltiplo preço/lucro utilizado; e quanto às diferentes práticas contábeis e o uso de contabilidade criativa.

2.4. Modelo de fluxos de caixa líquidos da empresa

Os dividendos diferenciam-se dos fluxos de caixa líquidos, basicamente, pelo fato de que os últimos consideram o que a empresa pode pagar como dividendos e, estas possuem diferentes políticas de distribuição dos mesmos. Algumas empresas optam por pagar todo o seu lucro aos acionistas, enquanto outras remuneram seus investidores apenas com parte do seu lucro. Damodaran (2006) enumera algumas razões para as empresas pagarem seus dividendos de forma diferenciada: (a) desejo de estabilidade, que é observado pelo autor quando o número de empresas que aumentam seus dividendos supera o número de empresas que o reduzem na razão de sete para um; (b) necessidade de investimentos futuros, para custear aumentos de desembolso de capital, uma vez que a emissão de títulos é dispendiosa; (c) fatores fiscais, que podem influenciar a distribuição dos dividendos de acordo com as alíquotas incidentes e a legislação em vigor; e (d) sinalização de prerrogativas, que ocorre quando as empresas desejam indicar perspectivas futuras de crescimento do seu fluxo de caixa livre.

Santos (2002) define fluxo de caixa líquido da empresa (*Free Cash Flow for the Firm* – FCFF) como o verdadeiro fluxo de caixa operacional de uma empresa, líquido de impostos gerados na atividade operacional e disponível a todas as suas fontes de financiamento. De acordo com o mesmo autor, o FCFF é calculado acrescentando-se os saldos da depreciação e dos investimentos em capital de giro e ativo fixo ao lucro operacional líquido após imposto de renda (*Net Operating Profit After Taxes* - NOPAT) no período. Logo $FCFF = NOPAT + \text{depreciação/amortização} - \text{investimentos (capital de giro, ativo permanente, outros)}$.

Por serem o NOPAT e o FCFF medidas de desempenho, Rappaport (2001) considera o FCFF mais apropriado por incluir em seu cálculo os investimentos em capital de giro e ativos permanentes necessários para sustentar uma empresa.

O cálculo do valor da empresa pode ser obtido através do somatório dos fluxos de caixa projetados da empresa trazidos a valor presente, incluindo-se o valor residual, referente ao cálculo da perpetuidade (BRUNI, 2003).

A partir do valor da empresa pode-se calcular o valor do patrimônio líquido através da dedução das dívidas pendentes a valor de mercado. Percebe-se se houve criação de valor a partir da diferença entre o valor calculado dos fluxos de caixa e o valor contábil do patrimônio líquido. Em caso da diferença ser positiva, houve criação de valor, caso contrário há destruição de valor da empresa. Trata-se de uma técnica mais direta quando há uma alavancagem mais significativa ou quando a alavancagem se altera no decorrer do tempo (DAMODARAN, 2006).

2.5. Valor econômico agregado (EVA) e valor de mercado agregado (MVA)

Recentemente vários estudos têm sido desenvolvidos abordando um conceito desenvolvido no início da década de 80: o valor econômico agregado (EVA). Esse conceito remonta às idéias de Marshall, de 1890, sobre lucro econômico. Segundo Santos e Watanabe (2004), o EVA é uma medida quantitativa que reflete quanto foi criado ou destruído de valor por uma empresa em determinado período. Trata-se de uma medida superior de performance, por levar em conta o custo de oportunidade além dos custos e despesas lançados na contabilidade (SANTOS, 2002)

Scheel (1997), citado por Santos e Santos (2006), define o EVA como a diferença entre o retorno sobre o capital investido e o custo do capital multiplicado pelo valor investido, em determinado período. De acordo com Santos (2002), uma das principais vantagens do EVA é que ele confronta os recursos necessários para gerar determinado resultado operacional, responsabilizando os gestores pela adequada aplicação dos recursos.

O valor de mercado agregado (MVA) é a diferença entre o seu valor de mercado e o seu capital. O MVA pode ainda ser decomposto em valor presente do EVA futuro e ajustes

não operacionais, o que significa que a expectativa do mercado em relação à determinada ação considera tanto seu resultado operacional, quanto ajustes não operacionais, tais como, participações acionárias não operacionais, investimentos, empréstimos e outros (STEWART, 1991).

Santos e Watanabe (2004) ressaltam uma diferença fundamental entre o EVA e o MVA. Por basear-se em informações contábeis, o EVA reflete o desempenho passado da empresa, enquanto que o MVA expressa uma expectativa de resultados futuros. Diante desse fato, poder-se-ia acreditar não haver qualquer relação entre o EVA e o MVA, porém, Ehrbar (1999), citado por Santos e Watanabe (2004), diz que, caso uma empresa aumente seu EVA, o mercado pode acreditar que esse aumento seja permanente, aumentando o MVA, pela expectativa de maiores retornos futuros.

Frezatti (1998) resalta que, embora a subjetividade da previsão do EVA futuro possa aumentar o risco da análise, esse pode ser reduzido através de uma análise mais profunda da composição do MVA. Ainda segundo o autor, quanto mais dependente de resultados operacionais for o MVA, maior será o prazo de retorno de um projeto, aumentando o risco temporal.

2.6. Direcionadores não financeiros

Apesar dos direcionadores financeiros poderem ser mais facilmente associados aos resultados e mensurados quanto à sua capacidade de geração de valor, diversos autores tem estudado outros direcionadores não financeiros, também chamados de ativos intangíveis. Os direcionadores não financeiros estão associados à eficiência operacional da empresa e são necessários para complementar as informações financeiras (CASELANI; CASELANI, 2005).

Boulton *et al.* (2001), citados por Perez e Martins (2005), acrescentam que os direcionadores podem ser tangíveis ou intangíveis e externos ou internos à empresa, e que os direcionadores intangíveis são fatores fundamentais para um desempenho superior e a criação de valor na economia atual, exemplificando, ainda, os monopólios, patentes, credibilidade, concessões públicas, etc.

Dempsey *et al.* (1997), citados por Caselani e Caselani (2005), acreditam que as informações contábeis são hoje insuficientes para atender as necessidades dos administradores e as empresas tem buscado outros indicadores para avaliar seu desempenho operacional e estratégico no longo prazo. Esses indicadores tem sido reconhecidos pelos investidores como guias para avaliar o valor das empresas a longo prazo. Young e O'Byrne (2003) relacionam alguns direcionadores não financeiros, como: parcela de mercado, satisfação do cliente, qualidade, qualificação dos empregados, liderança, produtividade, marca, inovação, processos internos, entre outros.

Observa-se, hoje, uma necessidade das empresas em comunicar o mercado sobre suas realizações nas áreas de desempenho não financeiro, caso contrário seu desempenho operacional e o valor de seus títulos sofrerão as consequências da falta de transparência. Entretanto a contabilidade não consegue mensurar adequadamente o valor dos intangíveis, o que remete a uma lacuna entre a estimativa contábil do valor da empresa e o seu valor de mercado (CASELANI; CASELANI, 2005).

Diversos estudos têm associado medidas não financeiras, como satisfação dos clientes, com crescimento nas previsões de resultados financeiros futuros. A preocupação com o meio ambiente e a responsabilidade social também são temas bastante cobrados das empresas na atualidade. Fisher e Brancato (1995), citados por Caselani e Caselani (2005), enumeram três razões principais para a adoção de medidas não financeiras pelas empresas: percepção das limitações das medidas contábeis, pressão competitiva e adoção de medidas não financeiras por outras empresas.

Macedo e Silva (2004) ressaltam a dificuldade da contabilidade em incorporar a avaliação de ativos intangíveis e intelectuais de uma empresa. Nesse sentido, Kaplan e Norton (1997) consideram que o *balanced scorecard* poderia ser a solução para esse problema por representar um sistema de mensuração com indicadores financeiros e não financeiros. Os mesmos autores enfatizam, ainda, que o *balanced scorecard* mede o desempenho sob quatro perspectivas: a financeira, a do cliente, dos processos internos e de aprendizado e crescimento.

2.7. Aspectos brasileiros peculiares

Observa-se que a boa parte da literatura estrangeira, como Damoraran (2006) e Ross, Westerfield e Jaffe (1995), entre outros, aborda a questão da distribuição de dividendos como sendo uma decisão da empresa, que pode distribuir todo o seu fluxo de caixa livre assim como pode reter uma parcela bem maior dos seus lucros, de acordo com suas conveniências e influenciada por alíquotas de impostos e decisões estratégicas. No entanto, a legislação brasileira limita, quando o estatuto da empresa for omissivo, a uma distribuição mínima de 25% dos lucros das corporações. Essa obrigação legal afeta diretamente o cálculo do valor da empresa, uma vez que esse é função da distribuição dos lucros auferidos ao longo do período. De certa forma, essa norma tende a reduzir o nível de subjetividade a respeito da distribuição de dividendos, quando da análise das projeções.

Para reduzir os efeitos da elevada tributação no Brasil, a legislação instituiu a possibilidade de distribuição de juros sobre capital próprio, que está condicionada à existência de lucro no período e, além de ser dedutível da apuração do lucro real da empresa, é tributada a uma alíquota de 15% para o acionista pessoa física, inferior à alíquota de 27% aplicada aos dividendos.

Outra característica do mercado brasileiro reside no “pequeno número de empresas com ações efetivamente negociadas e pelo fato dos controles acionários dessas empresas estarem nas mãos de alguns investidores que não negociam essas ações no mercado” (MARTINS, 2001). Esse fato influi diretamente nos resultados dos trabalhos realizados até o momento e tende a ter seus efeitos reduzidos nos próximos anos, devido ao aumento do número de instituições que têm aderido ao Novo Mercado.

3. Procedimentos metodológicos

As pesquisas sobre as publicações acerca de um determinado tema têm ganhado força nos últimos dez anos no Brasil. Estes estudos têm sido denominados de bibliométricos. Em geral, a obtenção do perfil de um determinado tema refletido nas publicações de congressos e periódicos conceituados reflete o comportamento típico do seu amadurecimento. A pesquisa volta-se para si própria, sendo relevante conhecer seus trajetos e buscar as tendências futuras (BORBA; COSTA; LYRIO, 2005).

Pode-se citar algumas pesquisas envolvendo a análise do perfil metodológico das publicações sobre um determinado tema, como os trabalhos de Borba, Costa e Lyrio (2005), Famá e Barros (2000), Pacheco (2003), Cardoso, Pereira e Guerreiro (2004) e Paixão, Bruni e Carvalho Junior (2007).

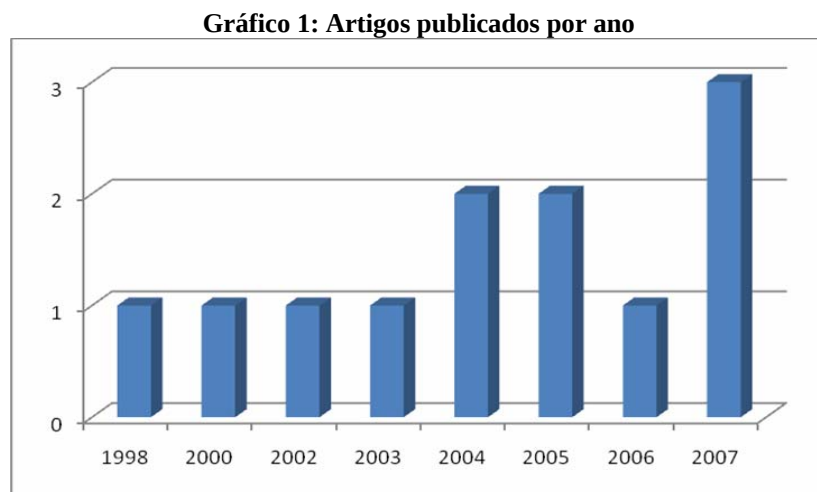
Trata-se de uma pesquisa eminentemente exploratória, que objetiva analisar os trabalhos acadêmicos publicados em um relevante congresso sobre as métricas de criação de valor no Brasil.

A coleta de dados envolveu a obtenção de artigos publicados nos ENANPAD's entre os anos de 1997 e 2007. Foram considerados apenas os artigos publicados nos ENANPAD's por tratar-se de um evento regular (anual) classificado no Sistema Qualis/Capes como

Internacional A. Tal encontro movimenta a comunidade acadêmica nacional e possui um caráter rigoroso de aprovação de trabalhos. Antecedendo os encontros ocorrem os consórcios doutorais, que objetivam a discussão de trabalhos em nível de doutorado no Brasil. A sua inclusão neste trabalho deve-se ao destaque nacional e internacional do evento.

4. Análise dos resultados da pesquisa

Foram analisados doze artigos, publicados entre 1997 e 2007. Ainda que em outros artigos a questão das métricas de valor houvesse sido abordada, por o fazerem de forma marginal, não foram incluídos neste trabalho. A relação entre o quantitativo de artigos publicados sobre o tema ao longo dos anos considerados pode ser visualizada no Gráfico 1. Percebe-se uma leve tendência de uma maior abordagem do tema, nos anos mais recentes do evento.



Fonte: elaborado pelos autores.

Com o intuito de diagnosticar quais direcionadores financeiros ou não financeiros são mais relevantes para a identificação da criação positiva de valor para as empresas, muitos estudos empíricos têm sido desenvolvidos no país. Esses estudos baseiam-se tanto em teoria estrangeira como em outros trabalhos nacionais previamente realizados. Observam-se alguns pontos congruentes e outros conflitantes entre a teoria internacional e a prática desenvolvida por estudiosos brasileiros.

Os trabalhos publicados nos ENANPAD's, no período de 1997 a 2007, e pesquisados nesse estudo, também buscam explicar a criação de valor para as empresas através de diferentes indicadores. Todavia, antes de dar início a uma comparação dos resultados alcançados nesses estudos e a literatura financeira, cabe observar as dificuldades relatadas por um número significativo de estudiosos, tais como o pequeno número de empresas observadas nas amostras ou o índice de negociação na bolsa brasileira ser ainda relativamente baixo.

Os modelos de análise das demonstrações contábeis tradicionais têm sido bastante utilizados ao longo do tempo, porém vêm sofrendo algumas críticas em trabalhos recentes. Quando Matarazzo (1998) afirma que a análise de balanços fornece uma visão da estratégia e dos planos da empresa, permitindo avaliar suas limitações, potencialidades e, portanto, seu futuro, não obtém o suporte do trabalho de Scalabrin e Alves (2003), que concluem que os indicadores contábeis, por si só, não são capazes de prever a criação de valor para as empresas. Portella (2000), em sua pesquisa, acrescenta que não se pode concluir em que situação uma demonstração seja mais importante que outra. Entretanto, o estudo de Aguiar *et al.* (2007) identifica o lucro operacional como variável significativa na apuração da criação de

valor, tanto para as empresas estudadas como para seus respectivos setores. Esse estudo relaciona, ainda, o investimento em capital de giro, nas indústrias, como outro fator significativo. Santos, Mussa e Muller (2007) destacam alguns indicadores financeiros relevantes capazes de explicar o valor econômico agregado (EVA), dentre eles o lucro operacional líquido depois dos impostos (NOPAT).

Outras demonstrações menos tradicionais têm sido estudadas, como a Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que, no trabalho de Rodrigues Jr. (2003), apresentou correlação com o PIB, porém o trabalho não foi conclusivo, podendo ter sofrido influência do pequeno número de empresas incluídas na amostra.

O modelo de fluxos de caixa líquidos da empresa tem sido largamente utilizado nos estudos recentes para o cálculo do EVA e do MVA. Os estudos de Santos (2002), Santos e Watanabe (2004), Perez e Martins (2005) e Rodrigues, Mello e Lustosa (2007), compartilham o conceito e a fórmula de custo médio ponderado de capital (WACC) utilizados por Brealey e Myers (2006) e Van Horne (1995). Santos (2002) concorda com os modelos propostos por Damodaran (2006) para os cálculos de valor residual e valor da empresa.

Apesar de Rappaport (2001) considerar o fluxo de caixa livre mais apropriado para a análise de geração de valor, devido a um aumento no nível de contas a receber significar que o fluxo de caixa das vendas é menor que o dado de receitas refletido na demonstração do resultado do exercício (DRE) e, conseqüentemente, no NOPAT, esse é utilizado nos estudos de Santos (2002), Frezatti (1998), Santos e Watanabe (2004), Perez e Martins (2005) e Rodrigues, Mello e Lustosa (2007) para o cálculo do valor do EVA, assim como pelo próprio Rappaport (2001) no referido estudo, uma vez que a subjetividade em projetar fluxos de caixa futuros é mais complexa que manipular dados oriundos das demonstrações contábeis.

Nos trabalhos estudados, a metodologia de cálculo do EVA apresentou-se bastante semelhante à encontrada na literatura. Entretanto, enquanto a pesquisa de Hubbel (1992), citado por Carvalho (1999), realizada com 476 empresas americanas, concluiu que o coeficiente de correlação do EVA com a variação no valor de mercado das ações era maior que das demais medidas de performance analisadas, o trabalho de Carvalho (1999), realizado com cerca de 100 empresas brasileiras, concluiu não ser o EVA um indicador confiável. Apesar de Santos (2002) asseverar que a técnica de EVA contribui para a criação de valor nas empresas, a pesquisa de Santos e Watanabe (2004), com 51 empresas brasileiras, demonstrou não haver correlação entre o EVA calculado e a performance da ação na Bovespa, medida pelo MVA.

O MVA, que como definição ser o somatório dos EVA's futuros ou a diferença entre o valor de mercado e o valor do capital investido, mostrou permitir uma análise mais adequada para o entendimento dos riscos e retorno das ações, através da sua decomposição, segundo Frezatti (1998).

A relação entre o EVA e o MVA é explicada por Ehrbar (1999), citado por Santos e Watanabe (2004), quando diz que apesar de não haver uma relação direta entre eles, observa-se que “se uma empresa aumenta seu EVA e os investidores esperam que o aumento seja permanente, o MVA aumentará pelo EVA adicional capitalizado pelo custo de capital”.

Outro tópico pesquisado nos trabalhos dos ENANPAD's diz respeito aos direcionadores não financeiros de valor, que têm sido reconhecidos pelos investidores e vão desde marcas e patentes e qualificação dos empregados à preocupação com o meio ambiente e responsabilidade social.

Se por um lado a literatura enumera uma vasta lista de direcionadores denominados de intangíveis, por outro lado há um consenso sobre a dificuldade da contabilidade em estimar o seu valor real de mercado. No Brasil, tanto o estudo de Macedo e Silva (2004), com 34 empresas, com mais de 200 funcionários, listadas entre as 100 melhores para se trabalhar segundo 500 Maiores e Melhores, da revista Exame, como os trabalhos de Caselani e Caselani

(2005; 2006), com 55 empresas não financeiras, com ações negociadas na Bovespa, concluíram ser necessária uma combinação de indicadores financeiros e não financeiros para explicar o potencial de geração de valor por parte das empresas, diferentemente de pesquisas realizadas tanto fora quanto dentro do país.

O Quadro 1 resume as conclusões dos trabalhos analisados.

Quadro 1: Resumo dos trabalhos analisados.

Trabalho	Conclusão
Frezatti (1998)	A decomposição do MVA permite uma análise mais adequada para o entendimento dos riscos e retorno das ações, reduzindo a incerteza referente à subjetividade dos dados.
Portella (2000)	Não se pode concluir em que situações uma demonstração é mais importante que a outra.
Santos (2002)	A utilização da técnica de EVA contribui para a avaliação de criação de valor nas empresas, porém, exige acesso a informações confiáveis.
Scalabrin e Alves (2003)	Observa-se que os indicadores contábeis, por si só, não são capazes de prever a criação ou destruição de valor das empresas.
Santos e Watanabe (2004)	O EVA calculado não apresenta correlação com a performance da ação na Bovespa, medida pelo MVA. Entretanto dois problemas relativos à pesquisa devem ser considerados: o número de ações da amostra não reflete o universo de empresas do Brasil e o índice de negociação da bolsa ainda é relativamente baixo.
Macedo e Silva (2004)	Os autores concluem que a metodologia DEA pode ser útil para determinação dos níveis de performance e é capaz de conjugar em um único índice vários indicadores de natureza financeira e não-financeira para análise de desempenho organizacional.
Caselani e Caselani (2005)	Faz-se necessária a combinação de índices financeiros e não financeiros para explicar o potencial de criação de valor das empresas.
Perez e Martins (2005)	Apesar de alguns baixos coeficientes, praticamente todos os testes realizados se mostraram estatisticamente significativos, ressaltando a importância dos direcionadores de valor para a maximização da riqueza dos acionistas. Observa-se, ainda, a importância dos intangíveis na criação de valor, apesar da dificuldade da contabilidade em poder mensurá-los.
Caselani e Caselani (2006)	Os autores concluem que é necessária uma combinação de indicadores financeiros e não financeiros para explicar o potencial de geração de valor por parte das empresas, destacando-se a relação entre qualidade do produto e agregação de valor para a empresa, diferentemente dos resultados obtidos em pesquisas realizadas tanto fora do país quanto internas.
Aguiar <i>et al.</i> (2007)	A pesquisa conclui que, “tanto considerando todas as empresas investigadas, quanto considerando separadamente o setor, [...] o direcionador “lucro operacional” se apresentou significativo”. Somente para empresas industriais o Investimento em Capital de Giro mostrou-se significativo.
Rodrigues, Mello e Lustosa (2007)	Os resultados, apesar de apresentarem correlação entre as DVA's e o PIB, não são conclusivos e podem ter sido influenciados pela pequena amostra de empresas, uma vez que foi gerada uma inclinação muito pequena da reta de regressão. Os autores defendem que, quanto maior for a amostra, maior será a inclinação da reta de regressão e incentiva que novos estudos sejam realizados no futuro.
Santos, Mussa e Muller (2007)	Os autores consideram os resultados como significativos para a explicação do EVA e que as variáveis podem ser aplicadas como importantes vetores de valor para a Companhia Vale de Rio Doce. No entanto, ressaltam que o estudo baseou-se em uma única variável (EVA), que possui limitações, principalmente relativas a considerar informações passadas, além do fato de estudar-se apenas uma

	companhia, não sendo seu resultado compatível com outras empresas ou setores.
--	---

5. Considerações finais

O problema de pesquisa proposto para o presente estudo foi apresentado como: “O que trabalhos acadêmicos empíricos feitos no Brasil evidenciam sobre métricas de criação de valor?”.

Devido às rápidas e constantes mudanças no cenário econômico mundial, seja pela influência do avanço tecnológico, seja pela facilidade de movimentação do capital ao redor do planeta ou pelos impactos sociais nas diversas regiões geográficas, o interesse de investidores e analistas na performance das empresas tem-se intensificado e a busca por explicações para o desempenho dessas empresas no mercado financeiro tornado-se cada vez mais complexo.

Com base no que foi apresentado ao longo deste trabalho pode-se concluir que as pesquisas empíricas realizadas no Brasil demonstram a importância da combinação da análise dos direcionadores financeiros e não financeiros para explicar o comportamento dos valores das ações no mercado. Quando índices financeiros são extraídos das demonstrações contábeis indicam a eficiência e eficácia operacional da empresa, apesar de referirem-se a dados passados. Os modelos de fluxo de caixa líquido da empresa apresentam a dificuldade de se estimar tanto o faturamento quanto o custo médio ponderado de capital futuros, fatores que afetam diretamente o valor presente das empresas. Imbuídos de uma subjetividade ainda maior estão os direcionadores não financeiros, que refletem as expectativas dos investidores a respeito do desempenho futuro das organizações, seja pela capacidade de seus empregados, por sua capacidade de inovação ou fatia de mercado que ocupam.

Cabe ressaltar que muitos estudos sofreram limitação do número de empresas na sua amostra e analisaram empresas bastante diferentes, tanto em relação ao porte, como em relação a setores econômicos e regiões geográficas de atuação. Como ressaltou Damodaran (2006), existem diversas formas para se avaliar um ativo, cabendo ao analista encontrar qual a melhor opção.

Sugere-se a realização de estudos complementares, considerando-se as diferenças em relação ao porte da organização, o segmento em que atua, reunindo-as em blocos de empresas com características semelhantes, para que se possa analisar com maior objetividade quais os direcionadores seriam mais relevantes nas análises em questão.

Referências

AGUIAR, A. *et al.* Criação de valor para o acionista: uma análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. In: ENANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

BORBA, J. A.; COSTA, J. M.; LYRIO, M. V. L. Controle gerencial: perfil metodológico de uma amostragem de publicações acadêmicas nas áreas de Administração e Contabilidade de 2000 a 2004. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO, 8, 2005. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2005.

BOVESPA. Informações sobre o mercado financeiro e de capitais. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 27 nov. 2007.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Investimento de capital e avaliação**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BRINGHAN, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. **As decisões de investimentos**: com aplicações na HP-12C e Excel. São Paulo: Atlas, 2003.

CARVALHO, E. L. **A relação entre o EVA (Economic Value Added) e o valor das ações na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo**. 1999. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 1999.

CASELANI, D.; CASELANI, C. A Geração de valor em companhias brasileiras através da utilização de direcionadores financeiros e não-financeiros. In: ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005.

CASELANI, D.; CASELANI, C. Direcionadores financeiros e não-financeiros: impactos na geração de valor. In: ENANPAD, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

CARDOSO, R. L.; PEREIRA, C. A.; GUERREIRO, R. A produção acadêmica em custos no âmbito do ENANPAD: uma análise de 1998 a 2003. In: ENANPAD, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: Anpad, 2004.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas - valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2002.

CUNHA, D. R. **Gestão baseada em valor**: uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Cadernos de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 07, n. 4, p. 27-43, out/dez 2000.

FREZATTI, F. Contribuição para a utilização do Market Value Added - MVA: a decomposição dos seus elementos na análise de criação de valor da empresa. In: ENANPAD, 22, 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **A estratégia em ação**: balanced scorecard. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

MACEDO, M.; SILVA, F. Análise de desempenho organizacional: utilizando indicadores financeiros e não-financeiros na avaliação de performance empresarial. In: ENANPAD, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

MARTINS, E. (org.). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**. São Paulo: Atlas, 1998.

PACHECO, R. S. Administração pública nas revistas especializadas - Brasil, 1995-2002. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 43, n. 4, p. 63-71, out/dez 2003.

PAIXÃO, R. B.; BRUNI, A. L.; CARVALHO JR., C. V. O. Jogos de Empresas na academia: aspectos conceituais e metodológicos de uma amostragem de publicações brasileiras entre 1998 e 2006. In: SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO, 10, 2007. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2007.

PEREZ, M.; MARTINS, R. Decifrando a geração de valor ao acionista. In: ENANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...**, Brasília: ANPAD, 2005.

PORTELLA, G. Modelos de avaliação de empresas baseados em demonstrações financeiras e a importância relativa do balanço patrimonial e da demonstração de resultado. In: ENANPAD, 24, 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000.

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

RODRIGUES, F.; MELLO, M.; LUSTOSA, P. Valor adicionado bruto ou valor adicionado líquido: o tratamento da depreciação na demonstração do valor adicionado. In: ENANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

RODRIGUES JR., M. A DVA como instrumento para mensuração da relação custo-benefício na concessão de incentivos fiscais: um estudo de caso. In: ENANPAD, 27, 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J.. **Administração financeira**: Corporate Finance. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, J. A contribuição da determinação do valor da empresa e do EVA no processo de análise de crédito. In: ENANPAD, 26, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

SANTOS, J.; MUSSA, A.; MULLER, W. Análise da geração de valor medida pelo EVA e por vetores de desempenho de natureza contábil: um estudo de caso abordando a Companhia Vale do Rio Doce. In: ENANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

SANTOS, J. O.; SANTOS, J. A. Avaliação de empresa e análise de seus direcionadores de valor: um estudo de caso. In: ENANPAD, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

SANTOS, J.; WATABANE, R. Uma análise da correlação entre o EVA e o MVA no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. In: ENANPAD, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

SCALABRIN, I.; ALVES, T. Os indicadores contábeis podem prever a geração de valor? In: ENANPAD, 27, 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003.

STEWART, G. B. **The quest for value:** a guide for seniors managers. New York: HarperCollins Publishers, 1991.

VAN HORN, J. C. Financial management and policy. 10. ed. New York: Prentice Hall, 1995.

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