

Decifrando a Geração de Valor ao Acionista

Autoria: Marcelo Monteiro Perez, Rita de Cássia Soares Martins

Resumo: Segundo a teoria da administração financeira, o objetivo maior dos administradores de uma empresa é maximizar a riqueza dos seus acionistas e o valor econômico do capital nela investido, pois, somente assim, estes acionistas se sentirão incentivados a manter ou incrementar seus investimentos nesta empresa, estimulando sua perpetuação e seu crescimento. Contudo, como os administradores não conseguem atuar diretamente sobre o valor da empresa, devem fazê-lo sobre as principais variáveis que o afetam, os chamados direcionadores ou vetores de valor. Desta forma, identificar e gerenciar adequadamente os direcionadores de valor de uma empresa são condições fundamentais para aqueles que buscam desempenho econômico superior. Assim sendo, este artigo, por meio de uma pesquisa quantitativa com abordagem positivista, procura contribuir para a identificação de possíveis direcionadores de valor das empresas, auxiliando no processo de gestão empresarial com foco na geração de valor ao acionista.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação

A teoria de finanças, por intermédio de consagrados autores como Van Horne (1995), Rappaport (2001), Weston & Brigham (2000), Ross *et. al.* (1995), Copeland *et. al.* (2002) e Gitman (1997), sempre foi clara ao considerar que o maior objetivo da empresa, e por conseguinte também dos seus administradores, é maximizar a riqueza dos acionistas.

Contudo, maximizar a riqueza dos acionistas não significa maximizar o valor total da empresa, pois este pode ser elevado simplesmente por altos investimentos de capital, ou seja, aumentando-se o capital investido na própria empresa. Maximizar a riqueza ou o patrimônio dos acionistas significa maximizar a diferença entre o valor da empresa e o capital que os acionistas nela investiram.

Desta forma, para atingir seus objetivos, promover sua valorização (sem incremento de capital investido) e, assim, maximizar a riqueza de seus acionistas, a empresa deve, por seus administradores, tomar decisões de negócios que melhorem o seu desempenho econômico e, conforme Frezatti (1998), que sejam entendidas como adequadas pelo mercado, pois desta forma haverá um aumento na atratividade de suas ações e sua provável valorização.

Portanto, o sucesso da empresa pode ser medido pela sua capacidade de adicionar riqueza aos acionistas, e a gestão empresarial com foco na geração de valor é de fundamental importância para a sobrevivência da empresa no longo prazo, pois estimula sua sustentação e o seu crescimento, já que incentiva novos investimentos por seus acionistas e credores.

Desse modo, uma remuneração adequada para o acionista é a condição fundamental para que este se sinta estimulado a reaplicar seus recursos em novos projetos da empresa. Caso esta remuneração não seja superior à mínima requerida, o acionista tende a extrair recursos da empresa para destiná-los a outros investimentos que se apresentem mais rentáveis ou que não o exponham ao mesmo grau de risco assumido com esta empresa. Segundo Young & O'byrne (2001, p.20), “o capital não fica mais grudado aos investimentos. Ele se move e esse movimento ocorre sempre que os investidores tenham expectativas que o seu dinheiro estará melhor aplicado em algum outro lugar”.

Neste contexto, se a empresa remunerar seus proprietários somente no limite de suas expectativas mínimas de retorno, seu valor de mercado estará restrito ao montante de recursos necessários para estruturá-la, ou seja, o valor de reposição de seus ativos (fixos e capital de giro), pois esta empresa não está agregando valor algum. E ainda, quando o retorno oferecido não se mostrar sequer capaz de remunerar o risco assumido pelo acionista, haverá uma destruição de valor. Nesse caso, o valor de mercado da empresa deverá ser inferior ao montante de seus ativos, ou seja, do valor que se despenderia para construí-la.

Surge assim, o estratégico conceito de Lacuna de Valor apresentado por Rappaport (2001, p.18) como sendo “a diferença entre o valor de uma empresa se ela estivesse sendo operada com objetivo de maximizar o valor para o acionista e seu valor atual de mercado”. Uma lacuna de valor positiva é um convite para os caçadores de empresas fazerem uma oferta de compra ou substituir a gestão da empresa. Os inúmeros processos de *hostiles takeovers*, que ocorreram nos Estados Unidos e na Europa, muitas vezes foram exemplos da desagregação de interesses entre administradores e acionistas.

Pela simples leitura de uma demonstração de resultado do exercício, observa-se que o acionista é o beneficiário residual da empresa e somente tem seus interesses atendidos após todos os demais *stakeholders*. Assim, somente depois de atendidos os interesses dos clientes, fornecedores, empregados, credores, governo, entre outros, é que o acionista poderá avaliar o resultado gerado por seu empreendimento e se apropriar dos ganhos obtidos.

Além disto, o acionista assume a maior parte do risco, não possuindo garantias complementares (como muitos credores) nem retornos garantidos com ganhos pré-definidos, pois o lucro não é algo predeterminado, mas sim, resultado do sucesso da empresa em exercer suas atividades operacionais, ou seja, a remuneração do acionista não é fixa e varia conforme a performance da empresa. Portanto, pode-se concluir que, apesar de residual, os acionistas são os participantes cujos interesses não podem ser negligenciados.

Atratividade para o investidor é, portanto, um conceito chave e a compreensão de que os recursos financeiros são originários do mercado de capitais e não de simples orçamentos internos exerce grande pressão por performance na empresa, forçando os executivos a adotar estratégias voltadas para a geração de valor na empresa, o que, segundo Frezzati (1998), também deveria ser a principal meta do planejamento estratégico da empresa. Para Rappaport (2001), cada vez mais, a mensuração de valor para o acionista está se tornando o padrão global para medir o desempenho das empresas.

1.2. Problema da pesquisa

O VMB – *Value Based Management*, como o próprio nome diz, é um sistema de gestão baseado na geração de valor para o acionista e tem como fundamento a implantação de estratégias de negócio que permitam elevar o valor econômico do patrimônio dos acionistas, mediante a adoção eficiente de estratégias de investimento e financiamento e do gerenciamento da capacidade diferenciadora da empresa. Da mesma forma, Copeland *et al.* (2002) consideram a Gestão do Valor como um processo iterativo, designado para aperfeiçoar as decisões estratégicas e operacionais da organização como foco nos seus direcionadores de valor. Mas quais são estes direcionadores de valor? Quais são as variáveis que, efetivamente, devem ser monitorados e que podem produzir maior impacto no desempenho da empresa e na criação de valor ao seu acionista?

Esta identificação é fundamental, pois quando as decisões da gestão focam direcionadores de valor corretos da empresa, elas tendem a encaminhar esta empresa para um desempenho econômico superior e para uma maior geração de valor aos seus acionistas.

1.3. Objetivo da pesquisa

Diante do contexto apresentado e do problema desta pesquisa, o objetivo central deste trabalho é estudar o impacto de possíveis direcionadores de valor no desempenho econômico das empresas, ou seja, este trabalho foca sua atenção em uma investigação empírica para verificar, se os chamados vetores de valor financeiros, usualmente utilizados pelo mercado, poderiam, efetivamente, explicar uma maior criação de valor aos acionistas.

1.4. Metodologia científica da pesquisa

Este artigo apresenta uma pesquisa descritiva, estruturada e com objetivos bem definidos, pois observa, registra, analisa e correlaciona fenômenos, sem manipulá-los, tentando descobrir a frequência e a intensidade com que ocorrem. Ela trabalha com grupos determinados, conforme suas características próprias, buscando relações entre as diversas variáveis analisadas e analisando-as.

Esta pesquisa possui uma abordagem positivista e, segundo Andrade Martins (1994), as metodologias de pesquisa usualmente chamadas de convencionais têm suas bases no positivismo e podem ser entendidas como estudos que se fundamentam em dados empíricos, processados quantitativamente, coletados e testados com objetividade e neutralidade.

Os procedimentos metodológicos estão concentrados em uma pesquisa eminentemente quantitativa, que trabalha com variáveis reais e amplamente compreendidas, obtidas direta ou indiretamente das informações financeiras das próprias empresas. Este artigo considera que todas as variáveis fundamentais já estão claramente identificadas; busca-se, portanto, apenas mensurá-las e analisá-las, validando - ou não - as teorias existentes.

1.5 Estrutura da base de dados

A amostra analisada é composta por empresas não financeiras, com ações negociadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) e na NASDAQ (*National Association Securities Dealers Automated Quotation*), constantes no banco de dados da Economática e que fizeram parte dos *rankings Stern Stewart Performance* no período de 1997 a 2002. As empresas financeiras foram excluídas da amostra em função de suas características específicas, o que poderia gerar distorções nos resultados finais.

Os dados das empresas estão expressos em dólares americanos. Todos os valores primários são históricos e foram calculados diretamente pela Economática e pela *Stern Stewart & CO.*, sem qualquer ajuste inflacionário. Este procedimento não causa distorção alguma nos resultados diretos da pesquisa, pois esta apenas analisa relações dentro do mesmo exercício social, não comparando qualquer número ou resultado absoluto com outro obtido em um exercício social diferente.

Foi executado um trabalho de triagem das informações coletadas, objetivando eliminar os dados incompletos. As empresas que não apresentaram todas as variáveis necessárias (*missing values*) para a realização das análises estatísticas foram excluídas na análise final. A figura 1 a seguir descreve o processo de seleção da amostra final.

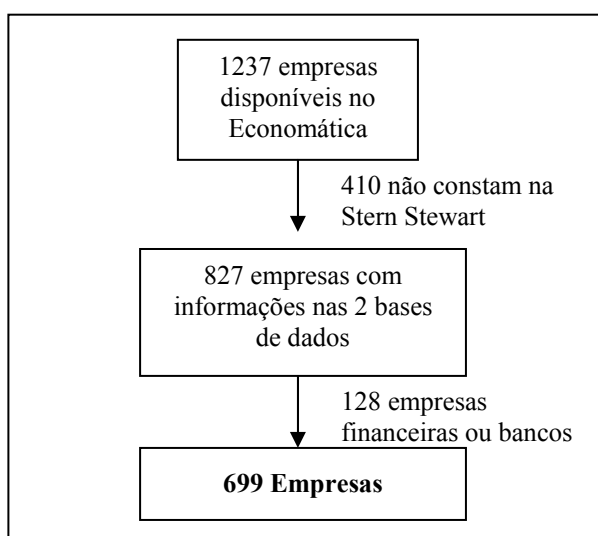


Figura 1 - Resumo da amostra analisada

1.6. As variáveis da pesquisa

As principais variáveis desta pesquisa e as fórmulas utilizadas para os cálculos estão apresentadas de forma resumida abaixo:

- Margem Operacional Líquida (MOL)

Trata-se de um indicador relativo de lucratividade da empresa. A margem operacional líquida (MOL) reflete a eficiência operacional da empresa.

A margem operacional líquida é calculada através da seguinte fórmula:

$$MOL = \frac{NOPAT}{RO}$$

onde,

NOPAT = Lucro operacional líquido após impostos

RO = Receita operacional

- Crescimento da Receita (CRESC)

Esta variável objetiva avaliar o crescimento da empresa e é calculada através da comparação entre a receita operacional de um ano em relação ao ano imediatamente anterior, conforme a seguinte fórmula:

$$CRESC = \frac{RO(n)}{RO(n-1)} - 1$$

onde,

RO (n) = Receita operacional no ano n

RO (n-1) = Receita operacional no ano n-1

- Capital Investido (CI)

Considera-se capital investido de uma empresa o somatório de suas dívidas financeiras (onerosas) de curto e longo prazos, mais o valor contábil de seu patrimônio líquido. Pode-se dizer, também, que o capital investido é igual ao ativo permanente da empresa, mais o seu capital de giro operacional líquido. Ele demonstra como os recursos da empresa foram aplicados. Nesta pesquisa, foi utilizado o capital investido médio, ou seja, a média aritmética entre o capital investido no início e no final de cada exercício social.

- Tamanho da Empresa (TAM):

Para o dimensionamento e comparação entre as diversas empresas analisadas nesta pesquisa, foi convencionado que o tamanho das empresas (TAM) será mensurado pelo volume de capital investido (CI) em cada empresa.

- Valor de Mercado das Ações (VMA)

O VMA ou valor de mercado (total) das ações é calculado pela multiplicação das cotações das ações ordinárias e preferenciais na data do último pregão do ano (ou mais próximo), pelas respectivas quantidades de cada uma das ações emitidas pela companhia.

- Grau de Intangibilidade (GI)

Com base na fundamentação teórica apresentada, o grau de intangibilidade de uma empresa é calculado pela seguinte fórmula:

$$GI = \frac{VMA}{PLC}$$

onde,

VMA = Valor de mercado total das ações

PLC = Patrimônio líquido contábil

Trata-se de uma medida relativa e considera-se que, quanto maior o índice: grau de intangibilidade (GI), maior participação relativa de ativos intangíveis na estrutura da empresa.

- Weighted Average Cost of Capital (WACC)

O custo médio ponderado de capital (ou WACC) é igual à soma dos custos de cada fonte de capital (dívidas financeiras de curto e longo prazos e o patrimônio dos acionistas), ponderados por sua proporção relativa na estrutura de capital da empresa, e representa o retorno mínimo requerido da empresa.

- Return on Investment (ROI)

ROI ou retorno sobre o capital investido (semelhante ao ROCE) é uma importante medida de rentabilidade operacional da empresa, medindo a eficiência da empresa na administração de seu capital investido, podendo ser calculado pela fórmula:

$$ROI = \frac{NOPAT}{CI}$$

onde,

NOPAT = Lucro operacional líquido após impostos

- Economic Value Added (EVA®)

O EVA® ou valor econômico adicionado é o resultado operacional (absoluto) após a dedução dos impostos, menos um encargo pelo uso do capital fornecido por terceiros e pelos acionistas da empresa. O EVA® pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$EVA® = NOPAT - (CI \times WACC)$$

onde,

NOPAT = Lucro operacional líquido após impostos

- Spread de Rentabilidade (SPREAD)

Trata-se de uma forma relativa e alternativa de cálculo e mensuração do EVA®, e pode ser calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$SPREAD = ROI - WACC$$

onde,

ROI = Retorno sobre o capital investido

Para conciliação do cálculo do EVA®, basta multiplicar o SPREAD, conforme equação acima, pelo capital investido. Conclui-se que, se SPREAD for maior do que zero, o EVA® será positivo; e ainda, se o SPREAD for menor do que zero, o EVA® será negativo.

Sabe-se que não existe métrica de retorno para mensurar a criação de valor ao acionista que seja perfeita e que não esteja sujeita a críticas. Entretanto, apesar desta pesquisa reconhecer a importância e a consistência técnica das diversas métricas, optou-se por utilizar o EVA® (*Economic Value Added*), através de uma forma alternativa de expressão, o *Spread* de rentabilidade (SPREAD), como métrica que melhor apuraria o desempenho econômico das empresas e, conseqüentemente, a geração de valor aos acionistas. Tal opção deveu-se à disponibilidade de informações confiáveis, à simplicidade das premissas de cálculo do EVA® e do SPREAD, apesar dos diversos ajustes contábeis necessários e, principalmente, ao fato do EVA® e do SPREAD serem métricas internas, ou seja, calculadas a partir dos resultados operacionais da própria empresa, não estando sujeitas à influência de variáveis externas, como o preço das ações em bolsa de valores, por exemplo.

Pelo fato do EVA® ser uma métrica absoluta e, portanto, influenciada pelo porte das empresas, na aplicação das técnicas estatísticas, a pesquisa utiliza o *Spread* de rentabilidade para expressar a criação de valor ao acionista, tornando possíveis comparações entre empresas de tamanhos diferentes.

1.7. Técnicas estatísticas utilizadas na pesquisa

- Coeficiente de correlação de Pearson

No estudo das relações entre variáveis quantitativas, é também desejável conhecer o grau de associação ou correlação entre elas. A estatística mais conhecida para medir esta associação é o coeficiente de correlação linear de *Pearson* (r). Este coeficiente mede o grau de associação linear entre duas variáveis (X e Y) e é estimado pela expressão:

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}}$$

onde,

X_i : valor da variável X para a empresa i ,

\bar{X} : média amostral da variável X

Y_i : valor da variável Y para a empresa i ,

\bar{Y} : média amostral da variável Y

Esta fórmula corresponde ao quociente da covariância de X e Y (medida da variação conjunta das duas variáveis) pelo produto dos desvios padrão de X e Y . Ou seja, r pode ser escrito como:

$$r = \frac{\text{Cov}(X, Y)}{\text{DP}(X) \cdot \text{DP}(Y)}$$

O valor de r pode variar entre -1 e 1 , onde valores próximos a 0 indicam que não há relação linear entre as variáveis. Já valores próximos de 1 ou -1 indicam uma forte relação linear positiva ou negativa, respectivamente, entre as variáveis.

Neste trabalho, o coeficiente de correlação linear de *Pearson* foi utilizado para estudar a associação entre a criação de valor ao acionista, representada pela variável *Spread* de

rentabilidade (SPREAD) e as demais variáveis da pesquisa: tamanho da empresa (TAM), sua margem operacional líquida (MOL), seu crescimento da receita (CRESC) e o grau de intangibilidade dos seus ativos (GI).

- Análise de regressão linear múltipla

O modelo de Regressão Linear Múltipla tem como objetivo estabelecer uma equação que permite estimar a variável resposta (ou dependente) Y baseado nas variáveis explicativas (ou independentes) X1, X2, X3 etc. Matematicamente, o modelo é representado por:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_q X_q + \varepsilon$$

onde, β_i são os coeficientes associados às variáveis X_i e ε é o erro aleatório.

O termo linear refere-se ao fato de que a média de Y é uma função linear dos parâmetros desconhecidos. Esses parâmetros são como pesos, e se estiverem próximos de 0 (zero) indicam que as respectivas variáveis não têm impactos significativos sobre a variável resposta. Para avaliar o ajuste do modelo, considera-se o coeficiente de determinação (R2) que mede o quanto da variabilidade da variável Y é explicada pelas variáveis que estão no modelo. É um valor entre 0 e 1, sendo que $R^2 = 0$ indica que as variáveis do modelo não são adequadas para explicar a variável Y, ou seja, que as variáveis são independentes de Y e $R^2 = 1$ indica que a variável Y é totalmente explicada pelas variáveis do modelo, ou seja, que o modelo linear é ideal para explicar a relação entre as variáveis e Y. Quanto maior o R2, melhor ajustado está o modelo.

Nesta pesquisa, utilizou-se um modelo de regressão múltipla para avaliar a influência dos possíveis direcionadores de valor sobre a efetiva geração de valor (SPREAD). Logo, o modelo considerado foi:

$$\text{SPREAD} = \beta_0 + \beta_1 \text{GI} + \beta_2 \text{MOL} + \beta_3 \text{CRESC} + \beta_4 \text{TAM} + \varepsilon$$

Desta forma, se os parâmetros β_n forem estatisticamente diferentes de zero, pode-se concluir que a variável n pode contribuir significativamente para explicar o SPREAD. Em outras palavras, esta variável “n” poderia ser é um vetor importante para explicar a geração de valor da empresa.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Conceito de geração de valor ao acionista

O que significar gerar valor ao acionista? De forma resumida, pode-se afirmar que valor é gerado em qualquer atividade na empresa que obtenha retornos acima do seu custo de capital. No entanto, o valor está também relacionado ao futuro, embora, conforme Frezzati (1998), possa depender de ações que tenham ocorrido no passado.

Espera-se que o valor da empresa expresse o potencial de benefícios futuros que seus ativos possam gerar, já que o valor econômico de um ativo para o investidor racional não representa apenas o montante de recursos aplicados em sua aquisição, mas incorpora um prêmio pela expectativa dos retornos que ele deve gerar acima do mínimo requerido, considerando-se seu risco. Se, após determinado período, observa-se que o retorno gerado por este ativo supera este mínimo requerido, diz-se que houve geração de valor para o investidor. Caso contrário, quando o retorno esperado não é atingido, há destruição de valor.

O valor é, portanto, uma medida completa para análise de desempenho da empresa, pois considera em seus cálculos a geração operacional de caixa potencial (futura) da empresa, a taxa de atratividade dos proprietários de capital e o risco associado ao investimento.

A teoria de finanças diz que valor também é criado para os acionistas quando a empresa investe seus recursos em projetos que proporcionem um valor presente líquido (VPL) positivo, ou seja, que tais projetos tenham um retorno mínimo equivalente ao custo de capital das empresas. Nas análises de desempenho econômico da empresa (resultados) e geração de valor, duas decisões financeiras são de vital importância; são elas: as decisões de investimento ou aplicação de recursos e as decisões de financiamento ou captação de recursos.

De acordo com Damodaran (1997b), as decisões de investimento consistem na aplicação de recursos em projetos que ofereçam um retorno maior do que a menor taxa aceitável de corte, já as decisões de financiamento consistem na seleção de um mix de recursos que maximize o valor dos projetos selecionados.

Brealey & Myers (1994) também consideram como essenciais em finanças as decisões de investimento e financiamento, onde a empresa tem de decidir quanto investir e como conseguir os recursos financeiros para tanto.

Segundo Sousa (2002), as decisões de investimento têm duas dimensões importantes: a magnitude do investimento (volume) e sua composição (capital fixo e capital de giro); as decisões de financiamento também têm duas importantes dimensões: custo e grau de exibibilidade. As decisões de investimento e as decisões de financiamento são interdependentes, definindo o equilíbrio e a estabilidade financeira da empresa e, segundo Assaf (2000), também a sua atratividade econômica.

Desta forma, o real desempenho econômico da empresa pode ser avaliado pelo confronto entre o retorno gerado pelos ativos (investimentos) e o custo dos passivos (financiamentos), onde, para que seja criado valor ao acionista, é fundamental que os resultados gerados pelos ativos (lucro operacional) sejam suficientes para satisfazer, considerando os riscos envolvidos, as expectativas de remuneração dos proprietários de capitais, sejam eles próprios ou de terceiros.

Portanto, uma empresa é considerada como geradora de valor quando for capaz de oferecer aos seus acionistas uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos, ou seja, quando o resultado gerado pelos negócios (após a remuneração de todos os *stakeholders*) supere a taxa de remuneração requerida por estes acionistas em suas decisões de investimento com risco semelhante.

O livro *The Quest of Value* de Stewart III (1991) representa um dos marcos iniciais na divulgação da metodologia de mensuração da criação de valor ao acionista e torna evidente que a existência de lucro não garante a criação de valor, já que uma empresa pode estar destruindo valor para os seus acionistas, mesmo apurando lucro contábil em determinado período; basta que este lucro seja insuficiente para remunerar o capital investido.

Além disso, é fundamental esclarecer que nem todas as decisões de investimentos que elevam o lucro da empresa são capazes de criar valor aos seus acionistas, como também, mesmo algumas decisões que diminuem o lucro da empresa podem gerar valor ao acionista. Observa-se que lucro e criação de valor são conceitos relacionados, mas também afetados por algumas variáveis diferentes. Um novo investimento, por exemplo, mesmo que incremente o volume de vendas e os resultados operacionais da empresa, se não produzir um retorno suficiente para remunerar o custo do capital nele aplicado, estará destruindo valor para a empresa como um todo. Enquanto uma decisão de desinvestimento como, por exemplo, o encerramento das atividades de uma unidade de negócio que seja lucrativa operacionalmente, mas cujo retorno sobre o investimento seja menor do que o custo de capital da empresa, certamente, contribuirá de forma positiva para geração de valor ao acionista.

Para Assaf (2003, p.174): “Parecem ser conflitantes os argumentos que justifiquem uma decisão que promova uma redução nos lucros e na rentabilidade da sociedade e ofereça, ao mesmo tempo, maior riqueza aos seus proprietários”. Segundo o autor, esta é muitas vezes uma situação de difícil entendimento e nem sempre revelada de maneira explícita pelos demonstrativos financeiros, mas de extrema importância para uma gestão baseada em valor.

2.2. Direcionador de valor (value driver)

Como mencionado, o objetivo maior dos administradores é maximizar a riqueza (valor) dos acionistas. Entretanto, como os executivos não conseguem atuar diretamente sobre este valor, devem atuar naquelas variáveis que o afetam e influenciam. Tais variáveis são chamadas direcionadores de valor.

Por meio de decisões sobre os direcionadores de valor, os executivos podem promover a atratividade econômica da empresa e sua conseqüente valorização, bem como avaliar a capacidade de geração de valor desta empresa e analisar a eficácia das estratégias adotadas pela administração como um todo. De acordo com Sousa (2002, p.17), “conhecer os fatores que contribuem para a criação de valor, e compreendê-los em sua plenitude, significa saber os meios a serem gerenciados com vistas ao sucesso pretendido”.

Também conforme Copeland et al. (2002), a identificação e o entendimento dos direcionadores de valor, ou ainda *value drivers*, são essenciais, pois permitem a empresa:

- compreender como o valor é criado e maximizado na empresa;
- poder atuar sobre estas variáveis, priorizando-as em termos de alocação de recursos e, assim, ter o poder de influenciar no valor da empresa; e
- por estes value drivers, a administração aprende a conhecer a organização como um todo e seus diferenciais, estabelecendo um diálogo claro com seus colaboradores sobre o que ela espera que seja cumprido.

Assaf (2003, p.169) complementa: “A análise desses indicadores deve permitir que se estude toda a cadeia de resultados que agrega valor para a empresa, assim como as áreas responsáveis pelas várias decisões, identificando seus pontos fortes e fracos”. Portanto, considera-se direcionador de valor toda e qualquer variável que, efetivamente, produza uma influência sobre o estoque de valor da empresa ou sobre a geração de valor em determinado período (fluxo), ou seja, aquele conjunto de variáveis internas e externas à empresa, capazes de fazê-la gerar fluxos de caixa futuros.

Tradicionalmente, **são considerados importantes direcionadores de valor da empresa: crescimento, giro, margem, lucratividade, geração operacional de caixa, capital investido, custo de capital, entre outros.** Contudo, Young & O’byrne (2001) demonstram que as empresas também possuem outros direcionadores de valor não financeiros (também chamados de **ativos intangíveis**), mas também de vital importância, como: *market share*, satisfação dos clientes, qualidade, qualificação de seus funcionários, liderança, produtividade, marca, inovação, processos internos, entre tantos outros.

Boulton et al. (2001) concordam com o exposto acima e afirmam que os *value drivers* podem ser tangíveis e intangíveis e, também, externos ou internos à empresa, como, por exemplo, monopólios (mesmo que temporários), patentes, uma carteira sólida de clientes, credibilidade, concessões públicas etc., e que estes direcionadores de valor intangíveis, são os fatores chave para um desempenho superior e a criação de valor na atual economia.

Segundo Young & O’byrne (2001), os comportamentos destes direcionadores de valor não financeiros ou intangíveis, podem ser as variáveis que melhor predizem a capacidade da empresa em gerar valor no futuro, tanto que, conforme Ittner et al. (*apud* Young & O’byrne,

2001), já se observa nos Estados Unidos, a utilização de métricas que capturam estes direcionadores não financeiros nos contratos de recompensa dos presidentes de empresas.

Kaplan & Norton (1997) ressaltam a importância estratégica dos ativos intangíveis para a criação de valor nesta era da informação e apresentam o *Balanced Scorecard* como um novo instrumento que integraria todas as variáveis com capacidade para produzir valor no futuro, pois ele incorporaria todos os vetores de desempenho futuro, principalmente os intangíveis. Kaplan & Norton (1997, p.21) ainda enfatizam a importância desta análise de desempenho e afirmam: "Medir é importante: o que não é medido não é gerenciado".

Kroeger & Rockenhaeuser (2001) também realizaram extensa pesquisa em 34 países (mais de 1100 empresas em 24 setores), objetivando encontrar características comuns às empresas que crescem gerando valor aos seus acionistas. O estudo evidenciou o seguinte: cultura interna, estratégia bem definida, sólida estrutura de liderança, estruturas internas (processos e tecnologia de informação), investimentos constantes na competência da empresa, interação com cliente e *networking*, ou seja, ativos intangíveis como direcionadores de valor.

Por fim, Sousa (2002, p.176), em sua tese de livre docência, apresentou o resultado de sua pesquisa empírica com executivos brasileiros (foram enviados 880 questionários), identificando, na visão destes executivos, os principais fatores que contribuem para a criação de valor de uma empresa. Pode-se notar, pelo quadro abaixo, a relevância dos direcionadores não financeiros e a forte presença de ativos intangíveis.

Quadro 1 – Dez principais direcionadores de valor de uma empresa

Ordem	Direcionador	Conjunto de indicadores correspondente
1º	Profundo conhecimento do mercado na qual atua	<i>Marketing</i>
2º	Capacidade de inovação dos processos produtivos	Tecnologia
3º	Capacidade de inovação em pesquisa e desenvolvimento de produtos	Tecnologia
4º	Perspectiva de crescimento da empresa e do setor	Econômico-financeiro
5º	Satisfação e fidelização dos clientes	Relacionamentos com clientes/fornecedores
6º	Capital Intelectual	Recursos Humanos
7º	Obtenção do retorno esperado sobre o investimento	Econômico-financeiro
8º	Prática de divulgação de relatórios e demonstrações financeiras que atendam as expectativas do mercado	Cultura empresarial
9º	Cultura de planejamento e controle financeiro	Econômico-financeiro
10º	Oferta de produto/serviço diferenciado ao mercado	<i>Marketing</i>

Fonte: Sousa (2002, p.176)

3. RESULTADOS DA PESQUISA

3.1. Análise descritiva das variáveis

A composição desta amostra foi apresentada anteriormente, onde ao todo, foram analisadas 699 empresas dos Estados Unidos. As estatísticas descritivas anuais referentes às variáveis analisadas encontram-se detalhadas nas tabelas a seguir. Convém observar que o número de empresas presentes na última coluna das tabelas não atinge ao total de 699, isto ocorre porque nem todas as empresas continham todas as informações (necessárias) completas para todos os anos, principalmente, no ano de 1997.

Pelos resultados expostos na tabela 1 abaixo, percebe-se que as médias e medianas não estão muito próximas, indicando que a distribuição não é simétrica e que há valores extremos que estão afetando as médias. Analisando os valores mínimos e máximos, pode-se

notar também que existem valores muito distantes do padrão, quando comparados com as médias e com as medianas da amostra em cada ano. Observa-se que, em todos os anos, o valor do desvio padrão foi bastante superior à média; isto indica que existe uma alta variabilidade nos dados, ou seja, uma grande heterogeneidade da amostra, provavelmente, devido à presença de valores muito discrepantes, cuja presença aumenta a variabilidade dos dados e pode afetar consideravelmente as médias. Desta forma, além das médias distorcidas não refletirem a realidade da amostra, uma variabilidade muito grande dos dados pode fazer com que os testes estatísticos deixem de detectar diferenças importantes.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas referentes à geração de valor ao acionista (SPREAD) em %

Ano	Média	Mediana	Dp	Mínimo	Máximo	N
1997	3,5	1,2	16,5	-14,4	288,7	581
1998	5,3	1,3	54,1	-11,5	1.303,2	605
1999	3,3	0,8	34,3	-15,3	824,0	631
2000	2,2	0,6	13,0	-14,1	218,1	649
2001	1,0	-0,3	13,5	-15,6	256,4	653
2002	0,4	-0,5	11,4	-16,1	206,6	692

Dp=desvio padrão; N=número de empresas

Com o intuito de obter dados mais consistentes e melhorar a análise estatística, foi feito um corte das observações com base nos *quantis* de distribuição da variável mais importante: SPREAD, sempre procurando eliminar o menor número possível de observações. Os pontos de corte foram definidos pelos *percentis* que apresentavam valores atípicos, ou seja, valores muito distantes dos demais. Assim, decidiu-se por retirar da análise 5% das observações mais altas e 5% das observações mais baixas do SPREAD. As demais variáveis não foram consideradas para exclusão, pois, além de não serem as principais variáveis de estudo, tal procedimento levaria à exclusão de mais de 40% da amostra em cada ano.

É importante ressaltar que a exclusão destes valores discrepantes contribui para melhorar a qualidade da análise, uma vez que torna a distribuição dos valores mais simétrica (mais semelhante à distribuição Normal) e a amostra mais homogênea, pois diminui sua variabilidade. As novas estatísticas descritivas, com a exclusão dos valores discrepantes, estão apresentadas nas tabelas a seguir. Pode-se observar que os valores da média e da mediana tornaram-se bem mais próximos e o máximo e o mínimo não atingem valores muito extremos. Nota-se, também, uma redução considerável nos valores dos desvios padrão.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas - geração de valor (SPREAD) em %, eliminando-se os valores extremos

Ano	Média	Mediana	Dp	Mínimo	Máximo	N
1997	2,0	1,2	5,7	-8,5	28,0	456
1998	2,1	1,3	5,7	-8,1	22,5	488
1999	1,2	0,9	5,7	-10,4	22,0	517
2000	1,2	0,7	6,0	-10,2	29,9	544
2001	-0,1	-0,3	5,6	-11,6	21,5	563
2002	-0,4	-0,5	5,0	-12,0	18,7	598

Dp=desvio padrão; N=número de empresas

Tabela 3 – Estatísticas descritivas - grau de intangibilidade (GI), eliminando-se os valores extremos

Ano	Média	Mediana	Dp	Mínimo	Máximo	N
1997	4,39	3,71	2,55	1,44	15,23	456

1998	4,81	3,56	3,48	1,17	18,41	488
1999	4,82	3,20	4,15	1,04	20,75	517
2000	4,42	3,10	3,46	0,89	17,86	544
2001	3,90	3,04	2,60	1,14	13,94	563
2002	3,00	2,41	1,91	0,83	9,90	598

Dp=desvio padrão; N=número de empresas

Tabela 4 – Estatísticas descritivas - margem operacional líquida (MOL), eliminando-se os valores extremos

Ano	Média	Mediana	Dp	Mínimo	Máximo	N
1997	0,118	0,094	0,117	0,006	1,792	456
1998	0,108	0,092	0,075	0,003	0,603	488
1999	0,108	0,093	0,076	0,003	0,718	517
2000	0,114	0,090	0,112	0,001	1,194	544
2001	0,115	0,080	0,237	0,001	3,848	563
2002	0,123	0,081	0,262	0,002	4,723	598

Dp=desvio padrão; N=número de empresas

Tabela 5 – Estatísticas descritivas - crescimento da receita (CRESC), eliminando-se os valores extremos

Ano	Média	Mediana	Dp	Mínimo	Máximo	N
1997	0,247	0,120	0,448	-0,477	3,357	308
1998	0,209	0,108	0,434	-0,590	4,287	466
1999	0,182	0,102	0,474	-0,602	7,460	500
2000	0,271	0,155	0,463	-0,420	7,110	525
2001	0,117	0,075	0,287	-0,611	3,473	550
2002	0,043	0,030	0,246	-0,836	1,873	595

Dp=desvio padrão; n=número de empresas

Tabela 6 – Estatísticas descritivas - tamanho da empresa (TAM), eliminando-se os valores extremos

Ano	Média	Mediana	Dp	Mínimo	Máximo	N
1997	5.412.069	1.884.607	11.286.396	52.514	113.126.782	456
1998	6.084.980	2.171.400	11.541.658	37.066	120.379.094	488
1999	7.308.906	2.573.513	15.402.678	81.429	179.913.739	517
2000	8.018.132	2.991.946	15.828.871	76.644	182.523.274	544
2001	9.113.360	3.036.973	18.653.622	113.168	182.283.989	563
2002	10.266.457	3.330.774	21.099.777	139.648	188.526.089	598

Valores expressos em milhares de dólares; Dp=desvio padrão; n=número de empresas

3.2. Resultados e análise dos coeficientes de correlação de *Pearson*

O objetivo desta análise foi verificar as possíveis correlações entre as variáveis estudadas. Para tanto, foram considerados os dados já sem os valores extremos, não havendo, portanto, obrigatoriedade da utilização de métodos não paramétricos (como o coeficiente de correlação de *Spearman*, por exemplo) para o cálculo das correlações.

Na tabela 7 a seguir, estão apresentadas as correlações de *Pearson* para cada ano entre todas as variáveis de estudo, os seus respectivos níveis descritivos (*p*) que avaliam se a correlação é nula ou não, como também o número de observações que entraram no cálculo em cada um dos períodos analisados. Entretanto, ressalte-se que se deve considerar na análise não apenas os valores de (*p*) como também a magnitude dos coeficientes de correlação estimados.

Nota-se que foram observadas várias correlações baixas, porém significantes do ponto de vista estatístico. Assim, optou-se por destacar em amarelo apenas as correlações maiores que 0,20, por critério dos autores.

Tabela 7 – Correlações de *Pearson* entre todas as variáveis

Variáveis analisadas		1997	1998	1999	2000	2001	2002
GI e SPREAD	R	0,423	0,389	0,381	0,348	0,338	0,290
	P	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
	N	456	488	517	544	563	598
GI e MOL	R	0,157	0,286	0,369	0,2288	0,034	-0,23
	P	0,001	<0,001	<0,0001	<0,0001	0,426	0,575
	N	456	488	517	544	563	598
GI e CRESC	R	0,138	0,092	0,154	0,028	0,063	0,212
	P	0,016	0,048	0,0005	0,522	0,143	<0,0001
	N	308	466	500	525	550	595
GI e TAM	R	0,013	0,021	0,029	0,007	0,011	0,013
	P	0,777	0,647	0,504	0,867	0,793	0,750
	N	456	488	517	544	563	598
SPREAD e MOL	R	0,316	0,372	0,368	0,352	0,280	0,212
	P	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001	<0,0001
	N	456	488	517	544	563	598
SPREAD e CRESC	R	0,004	0,086	0,105	0,064	0,146	0,176
	P	0,939	0,065	0,019	0,140	0,001	<0,001
	N	308	466	500	525	550	595
SPREAD e TAM	R	-0,072	-0,092	-0,077	-0,068	-0,086	-0,074
	P	0,121	0,043	0,080	0,111	0,041	0,072
	N	456	488	517	544	563	598
MOL e CRESC	R	0,137	0,077	0,257	0,172	0,116	-0,147
	P	0,0159	0,096	<0,0001	<0,0001	0,006	0,0003
	N	308	466	500	525	550	595
MOL e TAM	R	-0,038	-0,039	-0,026	-0,026	0,026	0,078
	P	0,415	0,391	0,549	0,552	0,537	0,058
	N	456	488	517	544	563	598
CRESC e TAM	R	-0,064	-0,069	-0,020	0,026	-0,013	-0,063
	P	0,264	0,136	0,660	0,555	0,763	0,127
	N	308	466	500	525	550	595

R: coeficiente de correlação de *Pearson*

Ao avaliar os resultados obtidos, nota-se que a correlação mais forte é entre SPREAD e Grau de Intangibilidade (GI) e que ela ocorre em todos os anos de maneira uniforme. Outra correlação que se sobressai é entre o SPREAD e a Margem Operacional Líquida (MOL), que também aparece em todos os anos, o que já era esperado, pois a margem operacional líquida é um importante indicador de eficiência e lucratividade da empresa, condição fundamental para a geração de valor aos acionistas (SPREAD). Já a correlação entre Grau de Intangibilidade (GI) e Margem Operacional (MOL) fica clara apenas nos anos de 1998, 1999 e 2000. Quanto às demais correlações, apesar de algumas delas terem se mostrado significantes, ao nível de 5%, os valores representam uma correlação muito fraca, o que diminui sua importância.

Em resumo, entre as variáveis consideradas (GI, CRESC, MOL e TAM), a Margem Operacional Líquida (MOL) e o Grau de Intangibilidade (GI) são as variáveis a mais correlacionadas com a geração de valor ao acionista (SPREAD). É conveniente observar que, nesta análise, são avaliadas apenas as relações a cada duas variáveis. Para uma análise global,

ou seja, para avaliar essas relações de uma maneira conjunta, se faz necessária uma abordagem multivariada, que tornaria possível analisar todas as variáveis simultaneamente.

3.3. Resultados e análise da regressão linear múltipla

O objetivo do modelo de regressão foi avaliar a influência das variáveis estudadas sobre a geração de valor (SPREAD). Como as correlações entre as variáveis não foram muito altas (ver tabela 7 acima), conclui-se que não há problemas de multicolinearidade (variáveis independentes muito correlacionadas entre si), o que dificultaria o ajuste do modelo de regressão. Por este fato e pelo pequeno número de variáveis independentes, optou-se por não utilizar um método de seleção de variáveis, mas sim, incluir todas as variáveis. Esta opção permitiu a comparação direta entre os modelos dos diferentes anos. Na tabela 8 a seguir, encontram-se as estimativas dos parâmetros dos modelos de regressão linear múltipla.

Tabela 8 – Resultados dos modelos de regressão com variável dependente: SPREAD

Ano	Variável	Estimativa do Parâmetro	Erro Padrão	P	R ²
1997	Intercepto	-0,0276	0,0064	<,0001	0,2499
	GI	0,0095	0,0012	<,0001	
	CRESC	-0,0119	0,0067	0,0749	
	MOL	0,1110	0,0224	<,0001	
	TAM	-3,66E-10	2,22E-10	0,1002	
1998	Intercepto	-0,0279	0,0050	<,0001	0,2556
	GI	0,0053	0,0007	<,0001	
	CRESC	0,0036	0,0054	0,5019	
	MOL	0,2381	0,0329	<,0001	
	TAM	-4,15E-10	1,96E-10	0,0353	
1999	Intercepto	-0,0284	0,0045	<,0001	0,2238
	GI	0,0038	0,0006	<,0001	
	CRESC	-0,0017	0,0050	0,7348	
	MOL	0,2303	0,0350	<,0001	
	TAM	-2,83E-10	1,46E-10	0,0523	
2000	Intercepto	-0,0242	0,0045	<,0001	0,1927
	GI	0,0053	0,0007	<,0001	
	CRESC	0,0023	0,0052	0,6563	
	MOL	0,1346	0,0242	<,0001	
	CI	-2,54E-10	1,47E-10	0,0849	
2001	Intercepto	-0,0336	0,0041	<,0001	0,1908
	GI	0,0066	0,0008	<,0001	
	CRESC	0,0185	0,0075	0,0136	
	MOL	0,0592	0,0090	<,0001	
	CI	-2,77E-10	1,14E-10	0,015	
2002	Intercepto	-0,0304	0,0037	<,0001	0,1644
	GI	0,0071	0,0010	<,0001	
	CRESC	0,0306	0,0080	0,0001	
	MOL	0,0473	0,0073	<,0001	
	CI	-2,07E-10	8,97E-11	0,0213	

Deve-se lembrar que todas as variáveis com coeficientes estatisticamente diferentes de zero contribuem significativamente para explicar a variável resposta: SPREAD. O intercepto corresponde ao coeficiente β_0 da equação de regressão representa o valor do SPREAD, quando os valores das variáveis GI, CRESC, MOL e TAM são iguais a zero. Em azul estão assinaladas as variáveis que foram estatisticamente significativas em um nível de 5%.

Os resultados demonstram que os modelos lineares com as variáveis tamanho, margem operacional líquida, crescimento e grau de intangibilidade não são tão eficientes para explicar conjuntamente a variabilidade do SPREAD, já que os R^2 são muito baixos, o que indica um ajuste de pouca qualidade. Apesar disso, em todos os anos o grau de intangibilidade se mostrou estatisticamente significativo (com estimativas positivas, ou seja, quanto maior a intangibilidade maior é o SPREAD), indicando que, mesmo na presença de outras variáveis, a intangibilidade é uma variável importante para explicar o comportamento do SPREAD. Sob esta perspectiva, pode-se concluir que a presença de ativos intangíveis na empresa é uma condição mais relevante para justificar uma maior geração de valor ao acionista, do que a taxa de crescimento da empresa, seu porte ou mesmo a sua lucratividade operacional, apurada pela margem operacional líquida.

Contudo, a outra variável importante que também está correlacionada em todos os anos com o SPREAD, mesmo na presença das outras variáveis, é a margem operacional líquida (MOL), o que já era esperado pela análise das correlações e pela estreita relação conceitual entre o resultado operacional da empresa e a geração de valor ao seu acionista.

É interessante observar que o Crescimento da Receita (CRESC) teve importância bastante variável. Nos anos de 1998, 1999 e 2000, a influência desta variável sobre o SPREAD foi considerada nula ($p=0,502$, $p=0,735$ e $p=0,656$, respectivamente). Contudo, nos anos de 2001 e 2002, ela foi considerada importante ($p=0,014$ e $p=0,0001$, respectivamente). O mesmo ocorre com o tamanho da empresa (TAM) que apresentou os níveis descritivos variando de 0,015 a 0,100. Como não foi encontrada uma explicação plausível para esta variação, estas duas variáveis estariam mostrando uma fragilidade deste modelo e reforçando a idéia de que ele deva ser utilizado apenas para explorar as relações entre as variáveis e não servir como um modelo de previsão.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho acredita ter atingido aos objetivos a que se propôs, pois evidenciou os direcionadores de valor financeiros e não financeiros comumente mais reconhecidos pelas comunidades acadêmicas e empresariais, e relacionou-os com o desempenho econômico das empresas e com a geração de valor aos seus acionistas. Apesar de alguns baixos coeficientes encontrados nos resultados da pesquisa, praticamente todos os testes realizados se mostraram estatisticamente significantes, evidenciando que as variáveis estudadas podem ser importantes direcionadores de valor e, se forem corretamente gerenciadas, poderão contribuir para a maximização da riqueza dos acionistas.

Esta pesquisa apontou também que os ativos intangíveis são relevantes e podem contribuir para um desempenho econômico superior, mesmo que ainda não estejam adequadamente refletidos pela contabilidade tradicional. Esta conclusão reforça ainda mais a visão de inúmeros pesquisadores que, ao longo dos últimos anos, têm demonstrado a crescente importância estratégica dos ativos intangíveis na atual sociedade do conhecimento.

BIBLIOGRAFIA

- ANDRADE MARTINS, Gilberto de. Metodologias convencionais e não-convencionais e a pesquisa em administração. S.Paulo: **Cad. Pesquisas em Administração**. V.0, nº0, 1994.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico financeiro. São Paulo: Atlas, 5. ed., 2000.

- BLACK, Andrew; WRIGHT, Philip; BACHMAN, John E.; DAVIES, John. **In search of shareholder value**. London: Financial Times Pitman Publishing, 1998.
- BOULTON, Richard S.; LIBERT, Barry D.; SAMEK, Steve M.. **Cracking the value code**. New York: Harper Collings Publishers, 2001.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. São Paulo: Makron Books, 1994.
- BREWER, Peter; CHANDRA, Gyan; HOCK, Clayton. Economic value added (EVA): its uses and limitations. Cincinnati: **S.A.M. Advanced Management Journal**, pag.4-11, 1999.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F.. **Fundamentos da moderna administração financeira**. São Paulo: Campus, 2000.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation**. São Paulo: Makron Books, 3. ed., 2002.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**. São Paulo: Qualitymark, 1997a.
- _____. **Corporate finance**. New Jersey: Wiley, 1997b.
- FREZATTI, Fábio. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. São Paulo: **Caderno de Estudos**. v.10, nº 19, FIECAFI/USP, 1998.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. S. Paulo: Harbra, 1997.
- KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P.. **A estratégia em ação: balanced scorecard**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1997.
- KEYS, David; AZAMHUZJAEV, Munin; MACKEY, James. EVA to boldly go? Hamilton: **CMA Management**, pag. 30-33, set., 1999.
- MARTIN, John D.; PETTY, J. Willian. **Value based management: the corporate response to the shareholder revolution**. Boston: Harvard Business School Press, 2000.
- RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista**. São Paulo: Atlas, 2001.
- ROSS, Stephen A, WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.
- SCOTT, M. C.. **Value drivers: the manager's framework for identifying the drivers of corporate value creation**. New York: John Wiley & Sons, 1998.
- SOUSA, Almir F.. **Fatores que contribuem para a empresa agregar valor**. Tese (Livro-Docência) – FEA/USP, 2002.
- STERN STEWART & CO. **EVA® Primer**. São Paulo: Stern Stewart & CO., 2001.
- STEWART III, G. Bennett. **The quest of value**. New York: Harper Collins Business, 1991.
- SULLIVAN, Patrick H.. **Value-driven: intellectual capital**. New York: Wiley & Sons, 2000.
- THE BOSTON CONSULTING GROUP. **Shareholder value metrics**. Chicago: The Boston Consulting Group, Inc., 1996.
- VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. N. York: Prentice Hall, 1995.
- WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. São Paulo: Makron Books, 10. ed., 2000.
- YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F.. **EVA and value-based management – a practical guide to implementation**. New York: Mc GrawHill, 2001.