

**A PARTICIPAÇÃO DE RESULTADOS NÃO OPERACIONAIS NA GERAÇÃO DE VALOR
DAS ORGANIZAÇÕES BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

DANIELA BATISTA DE OLIVEIRA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

LISIA DE MELO QUEIROZ

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

A PARTICIPAÇÃO DE RESULTADOS NÃO OPERACIONAIS NA GERAÇÃO DE VALOR DAS ORGANIZAÇÕES BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

1 Introdução

Com a globalização financeira e a expansão do mercado de ações como fonte de recursos para o desenvolvimento econômico, as empresas passaram a enfrentar uma competição acirrada na busca pelo capital, em consequência do aumento da participação estrangeira no mercado de capitais brasileiro. Por meio deste mercado, as organizações têm acesso a recursos privados de longo prazo para financiamento de seus projetos de investimentos (CORRÊA; ASSAF NETO; LIMA, 2013; RODRIGUES, 2012; VENTURA et al., 2012).

Palmieri e Ambrozini (2016) constataram que a realização de uma oferta pública inicial de ações tem influência no custo de capital de terceiros contribuindo para a redução dos custos de financiamento. Nota-se, adicionalmente, um alto volume de captações realizado pelas empresas no mercado doméstico e internacional, conforme observado na Figura 1.

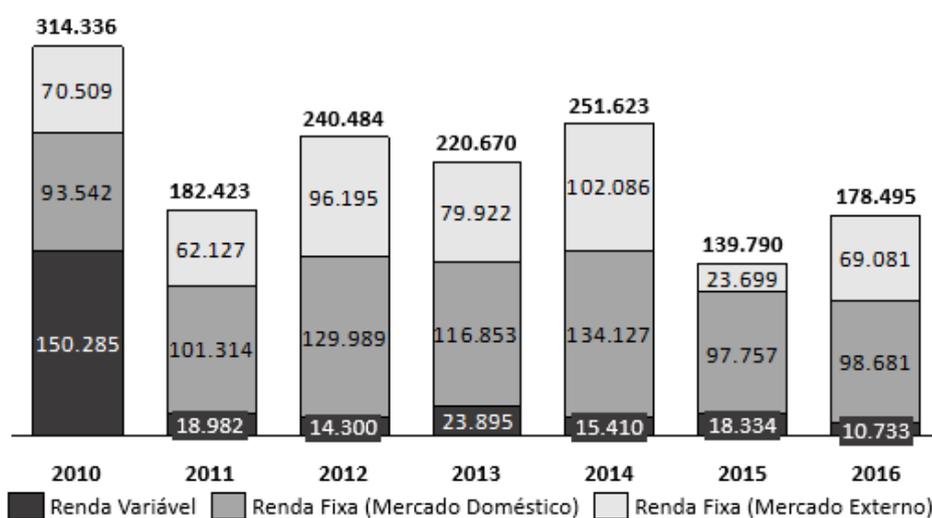


Figura 1 - Total de Ofertas (Milhões) – Mercado Doméstico e Internacional

Fonte: ANBIMA (2017).

Para a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, a ANBIMA (2017, p. 1), o resultado acima “sinaliza uma recuperação ainda tímida das ofertas corporativas se comparados aos valores dos últimos 5 anos, mas importante, e que afetou decisões de investimento e de captação dos agentes de mercado”, gerando reflexos nas decisões de investimentos das empresas que utilizam tais recursos para financiamento de seus projetos.

Participam do mercado de capitais diversos acionistas que contêm características variadas, destacando-se a riqueza, a tolerância ao risco ou o horizonte do retorno do investimento. Contudo, os acionistas almejam rentabilizar o capital investido, por meio das decisões de investimentos realizadas pela administração, as quais irão gerar retorno no futuro (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2011). Panigrahi, Zainuddin e Azizan (2014) corroboram este entendimento ao afirmarem que os acionistas estão preocupados com o valor das ações da empresa e com o dividendo que será pago a eles.

Para maximizar o valor de mercado, formado nas transações de compra e venda de ativos no mercado de capitais, os administradores precisam criar valor, o que, na definição de Rieg (2015), é o resultado de um investimento que se repete diversas vezes ao longo de vários anos, sendo oriundo, portanto, das decisões de investimento e financiamento tomadas pelo gestor. Assim, mensurar a geração de valor possibilita analisar os resultados obtidos pelas

decisões estratégicas corporativas e a eficiência em agregar valor à empresa (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2004).

As medidas de desempenho econômico-financeiro permitem mensurar se o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas está sendo atingido. A avaliação da performance dos negócios pelos meios tradicionais, como o lucro líquido, nem sempre são considerados os mais adequados para mensurar a criação ou destruição de valor, uma vez que não levam em consideração o custo do capital investido (KRUGER; PETRI, 2014; PANIGRAHI; ZAINUDDIN; AZIZAN, 2014).

Na contramão dos tradicionais, há os indicadores considerados como medida de criação de riqueza, como o lucro residual, lucro econômico ou ainda *Economic Value Added (EVA)*. Na década de 1990, esses indicadores que possuem como diferencial o fato de incorporar em sua formulação o custo com o capital empregado para a geração de riqueza, passaram a ser uma das ferramentas mais utilizadas na busca do aumento do valor de mercado das organizações (STERN; STEWART; CHEW, 1995; O'BYRNE; STEWART, 1996; O'BYRNE, 1999).

Lucro econômico é o lucro ou prejuízo da empresa, sendo capturado pelo *spread* entre a taxa de retorno (*ROIC*) e o custo de oportunidade, aplicado sobre o capital investido na organização. Assim, o lucro econômico gerado em cada período demonstra o quanto de valor é adicionado a empresa (CACHANOSKY, 2016).

No entanto, na literatura são encontradas diversas formas de cálculo que envolvem a mensuração do lucro econômico tanto pela abordagem do lucro operacional, quanto pela abordagem do lucro líquido. Para Fernandez (2002, p. 3), ambas as formulações existentes devem resultar nos mesmos valores, pois “todos os métodos analisam a mesma realidade sob as mesmas hipóteses, diferindo apenas no ponto de partida para a avaliação”, neste caso, pelo lucro líquido ou lucro operacional.

Para Hopp e Leite (1990, p. 67) o lucro operacional reflete a qualidade dos resultados operacionais esperados e advindos das decisões de investimentos, sendo composto por custos e despesas que “nascem naturalmente do processo operacional”. Enquanto o lucro líquido, além dos custos e despesas operacionais, inclui os resultados não operacionais como os financeiros (receitas e despesas) e os benefícios fiscais ou compensação de prejuízo no imposto de renda.

Os resultados não operacionais, especialmente os financeiros são oriundos de decisões realizadas no âmbito da estratégia de financiamento. Em países emergentes como o Brasil, o custo da dívida é onerado pelo risco país, pela possibilidade de inadimplência (ASSAF NETO, 2017). Isto restringe as atividades de investimento operacional das empresas e seu crescimento.

Neste cenário, as empresas brasileiras adotam uma postura mais conservadora em relação aos investimentos, sacrificando a competitividade e priorizando a capitalização. Esta situação contribui para geração de benefícios positivos oriundos de resultados não operacionais.

Diante disto, a questão principal que se procura responder neste estudo é: **os resultados não operacionais contribuem para elevar o valor das empresas brasileiras, não financeiras e de capital aberto?** O objetivo é investigar e revelar se os resultados não operacionais contribuem para a elevar o valor destas empresas. E ainda, apresentar o desempenho sob ao aspecto de criação de valor ao acionista das empresas estudadas no período de 2010 a 2016.

O tema de criação de valor tem sido discutido, pois muitas empresas têm adotado indicadores de criação de valor para avaliar o desempenho dos gestores e das organizações, por meio da Gestão Baseada em Valor, que prioriza os parâmetros que incorporam o custo de oportunidade, como o lucro econômico, *Economic Value Added (EVA)* (FERNANDEZ, 2002).

O gerenciamento baseado em valor é definido por Rieg (2015, p. 195) como “uma mentalidade em que todos na organização aprendem a priorizar decisões com base em sua compreensão de como essas decisões contribuem para o valor corporativo”, de forma que atinge desde o planejamento estratégico, os processos de alocação de capital, o orçamento operacional, medição de desempenho, compensação de gestão, avaliação interna e comunicação.

No Brasil são encontrados estudos que abordam o desempenho empresarial por meio do processo de criação de valor ao acionista. Em 2003, Assaf Neto realizou uma pesquisa com 346 empresas brasileiras e os seus resultados no período de 1996 a 2002. A métrica adotada para mensuração de criação de valor foi o EVA. Após mensuração dos resultados, concluiu que a maior parte das companhias havia destruído valor ao acionista. Pois o resultado encontrado foi um prejuízo econômico que totalizou em média de 69,5 bilhões de reais (ASSAF NETO, 2003).

Resultados semelhantes foram encontrados por Salvi (2007), ao replicar no Brasil o modelo de Biddle, Bowen e Wallace (1997). A pesquisa estudou 70 empresas, no período de 1997 a 2006, e demonstrou que o lucro residual foi negativo para a maioria dos anos (exceto 1997). O estudo também apontou prejuízo econômico nas companhias brasileiras.

Estudando período próximo (1995-2006), Albuquerque e Valle (2015) também encontraram resultados semelhantes em sua pesquisa, indicando que as companhias brasileiras não conseguiram cobrir os custos do seu capital investido.

O artigo está estruturado em cinco seções além desta breve introdução. A seção seguinte é dedicada ao referencial teórico, a terceira descreve os procedimentos metodológicos e a quarta seção analisa os resultados alcançados na pesquisa e, finalmente, a quinta seção apresenta as considerações finais.

2 Referencial Teórico

2.1 Gestão Baseada em Valor

Embora não seja nenhuma teoria nova, a Gestão Baseada em Valor – GBV (VBM – Value Based Management) – está centrada na geração de valor para o acionista, com foco no preço da ação e suas principais medidas de mensuração, a saber, o Lucro Residual (Residual Income) ou Lucro Econômico e o Retorno Total do Acionista (TRS - Total Return of Shareholder) (OYADOMARI *et al.*, 2008).

Para Koller (1994) a Gestão Baseada em Valor é uma prática que não possui um enfoque metodológico, mas diz respeito ao modo como as decisões são tomadas e à maneira de mudar a cultura corporativa. Logo, trata-se de um processo integrador, cujo objetivo é melhorar o processo de tomada de decisões estratégicas e operacionais, devendo ter como prioridade a melhoria no valor da companhia (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

Em uma Gestão Baseada em Valor, a tomada de decisão estratégica e operacional deve ocorrer em todos os níveis organizacionais da companhia, em uma dinâmica contínua que se inicia desde o planejamento estratégico, processos de alocação de capital, orçamento operacional, mensuração de desempenho, remuneração dos gestores e comunicação interna e externa (KOLLER, 1994; ITTNER; LARCKER 2001; MARTIN; PETTY, 2004).

Tal prática contribui para a definição de objetivos de desempenho financeiro, auxilia na decisão de estratégia alternativa, considerando os recursos necessários e disponíveis, e ainda subsidia a organização no estabelecimento de metas. Além disso, é um método que pode ser utilizado para realizar escolhas diante de objetivos concorrentes, ajudando a realizar decisões mais assertivas, sem perder o foco no valor (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2004).

O fator de sucesso na adoção da prática de Gestão Baseada em Valor integra três fatores-chave que se iniciam com o engajamento e apoio da alta administração, acompanhados de uma disseminação do conceito por toda a empresa, impactando inclusive a cultura organizacional, e, por fim, vincula-se a um plano de remuneração alicerçado em direcionadores de valores. A Figura 2 representa de forma cíclica os caminhos para o sucesso na adoção das práticas baseadas em valor (MARTIN; PETTY, 2004).

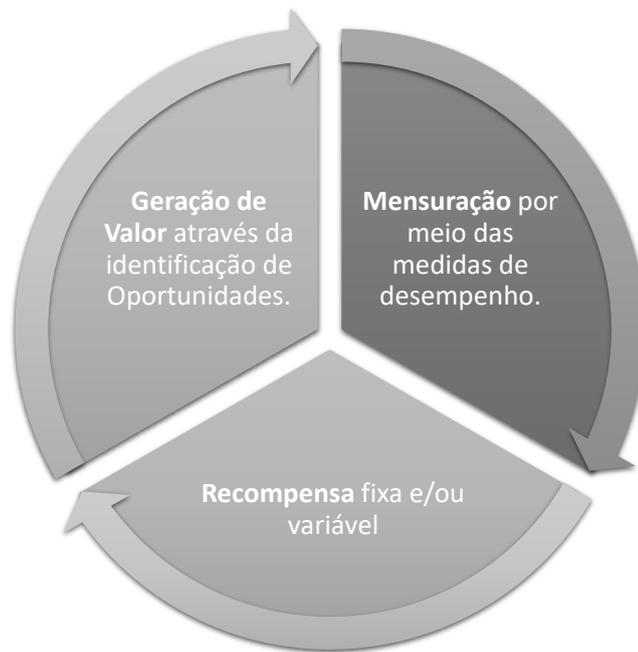


Figura 2 - Ciclo de Sucesso da Gestão Baseada em Valor
 Fonte: Adaptado de Martin e Petty (2004).

Para Martin e Petty (2004, p. 6), o ciclo de sucesso da Gestão Baseada em Valor, demonstrado na Figura 2, esboça as ações que precisam ocorrer para criar valor, em um modelo que enfatiza a sustentabilidade do negócio a longo prazo. Para eles, o valor “é resultado do casamento da oportunidade com a execução”.

Desde modo, o ponto inicial do ciclo de sucesso da Gestão Baseada em Valor é a identificação de oportunidades, momento em que se formula a estratégia mediante a avaliação da atratividade do setor, a posição competitiva da organização e o valor previsto que esta estratégia pode alcançar (RAPPAPORT, 2001).

A agregação de valor é o principal indicador a ser aferido nesta prática de gestão. No entanto, a organização não age diretamente sobre o valor, o que leva à necessidade de que sejam adotados direcionadores de valores, também chamados de *key value drivers*, sob o aspecto operacional, financeiro e de financiamento, e que realmente se conectem com a criação de valor (KOLLER, 1994; ITTNER; LARCKER, 2001).

A Gestão Baseada em Valor possui como ponto positivo para as organizações a melhoria na governança corporativa e na situação econômico-financeira, uma vez que torna mais eficiente a gestão do capital, constituindo uma motivação para implementação da prática de gestão pelas organizações (BLUME, 2016).

Porém, a implementação e a consolidação da Gestão Baseada em Valor são desafios para as organizações. Uma das principais barreiras é a necessidade de transformação da cultura organizacional para uma visão de valor nos processos decisórios, além da dificuldade de lidar com o conflito entre lucro e valor. Este conflito é percebido em ocasiões nas quais pode incrementar valor, sem que haja aumento nos lucros (ASSAF NETO, 2017).

A partir da ênfase na geração de valor, Koller (1994) e Berzakova, Bartosova e Kicova (2015) elucidam que, em uma abordagem econômica, as medidas de desempenho tradicionais deixam de ser totalmente apropriadas para contribuir com esse moderno processo de gestão, cedendo espaço para as medidas de desempenho baseadas em valor, que incorporam o custo do capital investido. Consideram ainda que o lucro líquido, como uma das medidas contábeis tradicionais, ignora o custo de oportunidade do capital próprio.

Logo, na Gestão Baseada em Valor, administradores e acionistas precisam de uma medida de desempenho econômico que consiga capturar o desempenho empresarial e que esteja alinhada com o conceito de agregação de valor. Para auferir a criação de riqueza os indicadores baseados em valor ganham espaço frente aos tradicionais (BECK; BRITZELMAIER, 2013).

2.2 Lucro Econômico

A primeira definição de lucro foi dada por Adam Smith, em 1776, como sendo “a quantia que pode ser consumida sem prejudicar o capital”. Mais tarde Hicks (1946, p. 175) o define como “o que podemos consumir numa semana e sentir-nos tão bem no fim como nos sentíamos no início” (FUJI, 2004).

Edwards e Bell (1961) exploraram o conceito de lucro do negócio sob o argumento de que a contabilidade apresentava limitações quanto aos conceitos econômicos de lucro. E Solomons (1961, p. 376), por sua vez, esclareceu que o “lucro líquido contábil liga o patrimônio líquido da empresa do início do período contábil com seu valor líquido no final do período”.

E, em 1980, Alfred Marshall foi pioneiro na noção de lucro econômico, na obra *Principles of Economics*. Para o autor, o investidor “não estaria disposto a continuar o negócio, a menos que ele esperasse que seus ganhos líquidos totais excedessem os juros sobre seu capital na taxa atual. Esses ganhos são chamados de lucros” (MARSHALL, 2009).

Desde então, a prática de geração de lucro econômico tem sido discutida tendo como base os estudos do economista Alfred Marshall. Contudo, seu conceito apenas se popularizou posteriormente, em 1991, através da empresa de consultoria em gestão Stern Stewart & Co., com sede em Nova York, a qual difundiu o conceito através do *Economic Value Added (EVA)* (BIDDLE, BOWEN; WALLACE, 1997; SHAH; HALDAR; RAO, 2014).

Para o lucro econômico, o princípio é deduzir do lucro operacional (após os impostos) o encargo com o uso do capital investido para gerá-lo (BERZAKOVA; BARTOSOVA; KICOVA, 2015). Sendo o capital investido em uma empresa correspondente a soma do capital próprio, representado pelo Patrimônio Líquido (PL), com o capital de terceiros, que é representado pelas dívidas ou obrigações (SHAH; HALDAR; RAO, 2014).

Na literatura, são encontradas formas diversas de se calcular o lucro econômico, conforme apresentado por Stern, Stewart e Chew (1995), Ehrbar (1999), O’Byrne (1999), Copeland, Koller e Murrin (2004), Copeland, Weston e Shastri (2005) e Assaf Neto (2017), bem como demonstrado pelas Fórmulas (1) e (2).

$$\left. \begin{aligned} \text{Lucro Econômico} &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital Investido médio} \\ \text{Lucro Econômico} &= \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital Investido médio}) \end{aligned} \right\} (1)$$

$$\left. \begin{aligned} \text{Lucro Econômico} &= \text{Lucro Líquido} - (\text{Ke} \times \text{PL médio}) \\ \text{Lucro Econômico} &= (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{PL médio} \end{aligned} \right\} (2)$$

Observa-se que na formulação (1) o lucro econômico é obtido por meio do lucro operacional, indicador que revela o resultado gerado efetivamente pelas decisões de ativos, não sendo influenciado pela forma de financiamento da organização. Por outro lado, a formulação (2) baseia-se no lucro líquido, cuja mensuração considera as decisões de investimentos e de financiamento. Em sua formulação são deduzidos do lucro líquido, as despesas e receitas financeiras e o IR pela alíquota efetiva, ou seja, com os efeitos de compensações de prejuízos ou benefícios fiscais, que vêm sendo realizados (ASSAF NETO, 2010).

A partir das formulações apresentadas, espera-se que os resultados não operacionais não contribuam para a elevar o valor das empresas brasileiras. Deste modo, tem-se a seguinte hipótese:

H₁: O lucro econômico medido pelo lucro operacional é estatisticamente igual, na média, ao lucro econômico medido pelo lucro líquido.

Para Koller (1994), o lucro econômico mensura a diferença entre o ganho durante um período e o mínimo que se deve ganhar para satisfazer seus acionistas, pois maximizá-lo ao longo do tempo também será maximizado o valor da empresa. Logo, para que haja a geração de valor para o acionista, o retorno sobre os investimentos deve ser superior ao custo de capital, caso ocorra situação contrária, a empresa destrói valor para o acionista (ASSAF NETO, 2017).

3 Aspectos metodológicos

3.1 Classificação da Pesquisa

A pesquisa é classificada do ponto de vista da sua natureza, como aplicada. Quanto aos objetivos e problema de pesquisa, classifica-se como descritiva e quantitativa respectivamente. Em relação ao procedimento a pesquisa é categorizada como *Ex-Post Facto*. E ainda se caracteriza como corte longitudinal retrospectivo em relação ao recorte temporal (GIL, 2002; SILVA; MENEZES, 2005; RICHARDSON, 2012).

3.2 Coleta de dados e população

A população é composta por 370 empresas, classificadas em dez setores econômicos. Para esta pesquisa, foram selecionadas apenas as companhias que não pertencem ao setor “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades, com estrutura contábil específica e divergente das demais. Assim, a amostra é composta por 188 empresas.

O período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2016, justificado pela convergência ao padrão do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), que se iniciou com o advento da Lei nº 11.638/07 e se tornou obrigatório para as empresas brasileiras de capital de aberto, a partir de 2010 (CPC 37, 2010). A coleta de dados se deu por meio das Demonstrações Contábeis Consolidadas, por meio da base de dados da Economatica.

3.3 Variáveis envolvidas no estudo

Para mensurar o lucro econômico das organizações foram utilizadas as Fórmulas (1) e (2) mencionadas na seção anterior. As Fórmulas 3, 4 e 5, constantes no Quadro 1, mostram, respectivamente, as formulações para o custo de capital do acionista – K_e , custos do capital de terceiros – K_i e Custo médio ponderado de Capital – WACC.

Quadro 1 – Equações do K_e , K_i e WACC

Fórmula 3	Fórmula 4	Fórmula 5
$K_e = R_F + \beta [R_M - R_F] + \alpha - \text{inflação EUA} + \text{inflação Brasil}$	$K_i = (\text{Risk Free} + \text{Spread da cia}) \times (1 - \text{IR}) + \text{Risco País}$	$\text{WACC} = \left[K_e \left(\frac{\text{PL}}{\text{P} + \text{PL}} \right) \right] + \left[K_i \left(\frac{\text{P}}{\text{P} + \text{PL}} \right) \right]$
<p>Onde: R_F = Taxa de Juro livre de Risco; R_M = Retorno da carteira de Mercado; β = Beta: risco sistemático do setor; α = Risco País.</p>	<p>Onde: Risk Free = Taxa Livre de Risco; Spread da Empresa = Rating de cada empresa (empresas que não possuem rating, receberam a classificação do Brasil); IR = Imposto de Renda (34%).</p>	<p>Onde: P = Passivo Oneroso; PL = Patrimônio Líquido.</p>

Fonte: Autoria própria (2018), conforme formulações de Assaf Neto (2017).

Conforme Quadro 1, o K_e foi obtido por meio do modelo CAPM e mensurado para cada um dos anos do período analisado, com data base em 01 de janeiro de cada ano. Além do K_e , foram calculados o K_i de cada empresa. Após a obtenção dos custos referente ao K_e e K_i , o WACC foi obtido mediante ponderação pela estrutura de capital de cada empresa em cada ano analisado. O Quadro 2 complementa as informações utilizada para as equações do Quadro 1.

Quadro 2 - Fonte de Dados para o Custo de Capital

Dado	Fonte
Taxa livre de risco	Treasury Bonds - 10 anos – Banco central Americano (The Fed)
Prêmio pelo risco implícito EUA	Site Damodaran
Beta β (desalavancado)	Base de dados do Site Damodaran - beta Global do setor
Alavancagem da empresa	Economática
Inflação Brasil	Banco Bradesco IBGE
Inflação EUA	Fundo Monetário Internacional – FMI
Risco-País	EMBI+ (média do ano)
Rating da Empresa	Mood's ou Standard & Poor's
Risco de Inadimplência	Site Damodaran
Estrutura de Capital	Economática
Imposto de Renda e Contr. Social	Receita Federal do Brasil

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.4 Procedimento de análise dos dados

Para análise dos dados coletados, primeiramente é realizada a estatística descritiva para a visualização do comportamento dos dados encontrados, uma vez que seu objetivo engloba a organização e descrição dos dados estudados (MARTINS, 2014). Para analisar se os dados seguiam distribuição normal, o teste Shapiro-Wilk foi realizado, ao nível de significância de 5%. O teste *Shapiro-Wilk* presume, como hipótese nula (H_0), que a amostra é proveniente de uma população com distribuição normal. Posteriormente foi aplicado o teste Wilcoxon-Mann-Whitney, para amostras independentes, que consiste em avaliar se dois grupos são iguais.

Neste sentido, tem-se as seguintes hipóteses estatísticas: H_0 : não há diferença entre os grupos vs H_1 : há diferença entre os grupos. Se rejeitar a hipótese nula, pode-se afirmar que há diferença estatística entre o lucro econômico obtido por meio do lucro operacional e o lucro econômico obtido por meio do lucro líquido. Por outro lado, se a hipótese nula não for rejeitada, os resultados não são diferentes entre si (MARTINS, 2014). A análise dos dados e os testes estatísticos foram realizadas com o auxílio do software STATA 15.

4 Análise dos resultados

O estudo buscou investigar se as empresas de capital aberto no Brasil geram valor ao acionista tanto pela abordagem do lucro operacional quanto pela abordagem do lucro líquido, e apresenta nesta seção os resultados encontrados da pesquisa. A seguir, a Tabela 1 elucida a evolução da quantidade de companhias brasileiras que geraram lucro econômico.

Tabela 1 - Frequência por ano do lucro econômico pelo lucro operacional.

Categoria	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	Freq.	%												
LE_LO > 0	36	19	29	15	36	19	39	21	36	19	18	10	15	8
LE_LO < 0	152	81	159	85	152	81	149	79	152	81	170	90	173	92
Total	188	100												

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 1 o comportamento da quantidade de empresas que geraram lucro econômico, mensurado pelo lucro operacional (LO), é irregular. Há uma tendência de crescimento nos períodos entre 2011 e 2013, seguida por uma redução nos anos seguintes, até 2016.

Observa-se ainda que, no ano de 2013 houve a maior concentração de empresas com lucro econômico positivo, 39, o que representa 21% das companhias analisadas. A partir deste período, houve uma redução deste volume, e, em 2016, apenas 8% do total, ou seja, 15 organizações conseguiram remunerar acima dos capitais próprios e de terceiros.

A Tabela 2 apresenta as características do lucro econômico calculado a partir do lucro operacional (LO), para cada ano do período analisado.

Tabela 2 – Análise descritiva do lucro econômico (valores em R\$ bilhões) pelo lucro operacional por ano.

Ano	Frequência	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2010	188	-28,771	2,178	-0,469	2,344
2011	188	-41,883	3,892	-0,559	3,237
2012	188	-52,884	5,817	-0,818	4,508
2013	188	-59,427	5,739	-0,856	4,710
2014	188	-105,914	4,558	-1,111	8,004
2015	188	-102,156	5,859	-1,493	8,762
2016	188	-146,061	2,801	-2,050	11,153

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisa-se, conforme a Tabela 2, que ao passar dos anos, a geração de lucro econômico pelas organizações, apresenta resultados cada vez mais negativo. Demonstrando assim que, na média, não há agregação de valor ao acionista nos últimos sete anos. Em 2016 o prejuízo econômico chega a representar, em média, mais de 2 bilhões de reais, um crescimento médio na perda de valor de 26% ao ano.

Adicionalmente observa-se que, o maior prejuízo econômico, ocorreu em 2016, ano em que apresentou o pior desempenho, os resultados atingiram uma perda que alcançou o patamar de 146 bilhões de reais, ao passo que, o maior lucro econômico registrado foi no ano de 2015, atingiu pouco mais de 5,85 bilhões de reais.

Além disso, o elevado desvio-padrão demonstrado na Tabela 2, indica a existência de uma alta de dispersão entre os resultados, evidenciando o lucro econômico das empresas investigadas são heterogêneos, e com tendência de crescimento na dispersão ao longo dos anos.

Quando se avalia sob a perspectiva do lucro líquido (LL), observa-se que há uma tendência de redução na quantidade de organizações que apresentaram lucro econômico. O índice aponta que 44% das empresas geraram valor em 2010, e, em 2016, somente 21% conseguiram cobrir os custos do PL esperado pelo acionista. A Tabela 3, a seguir, demonstra a frequência por ano.

Tabela 3 - Frequência por ano do lucro econômico pelo lucro líquido.

Categoria	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	Freq.	%												
LE_LL > 0	82	44	62	33	59	31	59	31	56	30	38	20	39	21
LE_LL < 0	106	56	126	67	129	69	129	69	132	70	150	80	149	79
Total	188	100												

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 3 evidencia uma tendência de redução na quantidade de empresas com lucro econômico positivo. O índice aponta que 44% das empresas geraram valor em 2010 e em 2016 somente 21% conseguiram cobrir os custos do patrimônio líquido esperado pelo acionista.

A seguir, a Tabela 4 demonstra as características do lucro econômico das empresas, calculado a partir do lucro líquido, para cada ano do período de 2010 a 2016.

Tabela 4 – Análise descritiva do lucro econômico (valores em R\$ bilhões) pelo lucro líquido por ano.

Ano	Frequência	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2010	188	-9,646	12,268	-0,083	1,343
2011	188	-18,861	17,107	-0,220	2,119
2012	188	-33,420	7,778	-0,589	3,162
2013	188	-34,716	5,517	-0,786	3,845
2014	188	-85,708	13,175	-0,827	6,672
2015	188	-102,578	6,361	-1,584	9,480
2016	188	-162,278	3,811	-1,974	12,369

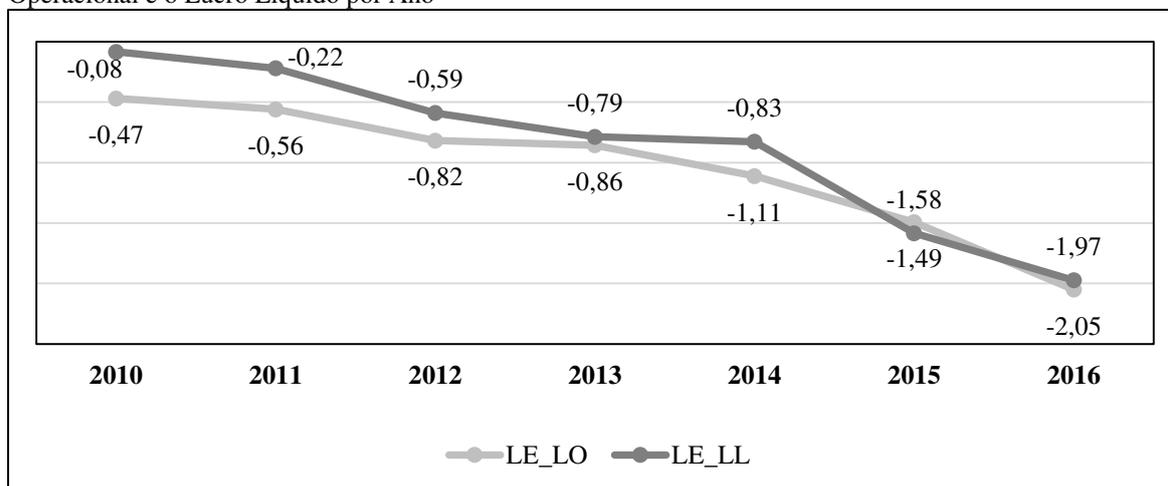
Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 4, que, assim como na variável do lucro econômico a partir do lucro operacional, a perda de valor pelas empresas é crescente ao longo dos anos, sendo que a maior perda atingiu pouco mais que 162 bilhões de reais em 2016, um crescimento de 1582% quando comparado com 2010, em que a maior perda não atingiu 10 bilhões de reais. Representando um crescimento médio na perda de 50% ao ano.

Um ponto positivo, deste indicador é que em 2010, 2011 e 2014, o lucro máximo superou os 12 bilhões de reais. No entanto, não é possível apontar que haja uma tendência, pois há anos em que o valor cresce, mas na sequência volta a reduzir.

Avalia-se também que, em média o prejuízo econômico representou 1,9 bilhões de reais em 2016, com um crescimento médio na perda de valor das empresas de 57% ao longo dos setes anos. Contudo, o elevado desvio-padrão, revela que os resultados são heterogêneos com uma elevada dispersão. Tais resultados são demonstrados também no Gráfico 1, revelando o comportamento ano a ano dos resultados de ambas as métricas.

Gráfico 1 - Comportamento da Média do Lucro Econômico (valores em R\$ bilhões) Medido pelo Lucro Operacional e o Lucro Líquido por Ano



Fonte: Dados da pesquisa.

O Gráfico 1 demonstra que o comportamento das variáveis é homogêneo, visto que ambas as métricas apresentam queda ao longo dos anos. Entretanto, os períodos de 2013, 2015 e 2016 demonstram uma distância entre elas inferior à distância evidenciada nos demais anos.

Os resultados encontrados são preocupantes, uma vez que a tendência observada nos resultados é o aumento na destruição de valor à medida que os anos vão passando, e que estes resultados são recorrentes desde 1996, conforme estudos anteriores.

Resultados semelhantes foram encontrados por Assaf Neto (2003) que concluiu que a maior parte das companhias havia destruído valor ao acionista, totalizando uma perda média de 69,5 bilhões de reais. Salvi (2007) e Albuquerque e Valle (2015) corroboram com estes

achados, encontrando prejuízo para a maioria dos anos, indicando que as companhias brasileiras não conseguiram cobrir os custos do seu capital investido.

Outro fator que merece destaque está relacionado ao cenário de incerteza política vivido pelo Brasil a partir de 2014, culminando em desempenho ruim da economia, advindo principalmente de práticas de corrupção. Formiga et al (2017) observaram que “esta combinação se propagou ao mercado real impactando negativamente as empresas em sua capacidade de gerar resultados e na valoração dos seus ativos”. Concluíram que houve um desaquecimento de desempenho e destruição do valor de mercado das companhias do mercado de capitais brasileiro. Este efeito da crise política e financeira pode ser visto no Gráfico 1, no prejuízo econômico evidenciado, especialmente, nos anos de 2015 e 2016.

A partir destes resultados é possível inferir que a incerteza da economia brasileira, combinada com as elevadas taxas de juros, pode continuar sendo a principal causa do baixo desempenho econômico das empresas brasileiras.

Para aplicação do teste de diferença entre médias, a pressuposição de normalidade de distribuição dos dados, realizada através do teste de Shapiro-Wilk, não foi atendida em todas as variáveis ao nível de significância de 5%, conforme Tabela 5.

Tabela 5 - Teste de Shapiro-Wilk das variáveis LE_LO e LE_LL e todos juntos

Ano	Estatística		valor-p*	
	LE_LO	LE_LL	LE_LO	LE_LL
2010	0,9423	0,9781	0,0000	0,0048
2011	0,9090	0,9629	0,0000	0,0001
2012	0,9072	0,9588	0,0000	0,0000
2013	0,9211	0,9460	0,0000	0,0000
2014	0,8771	0,9238	0,0000	0,0000
2015	0,8098	0,8832	0,0000	0,0000
2016	0,8638	0,9132	0,0000	0,0000
TODOS	0,8919	0,9389	0,0000	0,0000

Nota: *Significativo a 5% (0,05).

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 5 evidencia que as variáveis não apresentam distribuição normal. Para as variáveis LE_LO e LE_LL o pressuposto de normalidade da distribuição foi testada também por ano, e não foi atendido. Logo, foi utilizado um teste não paramétrico para a análise.

Desde modo, para realizar o teste de diferença de média entre as variáveis de lucro econômico medido pelo lucro operacional e medido pelo lucro líquido, executa-se o teste não-paramétrico de *Wilcoxon-Mann-Whitney* com o auxílio do STATA 15. Ao nível de significância de 1%, 5% e 10%, o teste revela que a média de lucro econômico obtido pelo lucro líquido é superior à média do lucro econômico mensurado pelo lucro operacional em todos os anos analisados, e que há diferença estatística de médias. Os resultados estão dispostos na Tabela 6.

Tabela 6 - Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney para Diferença de Médias

Ano	Soma dos Ranks		Estatística Z	valor-p*
	LE_LO	LE_LL		
2010	30.217,0	40.659,0	4,9550	0,0000***
2011	31.777,0	39.099,0	3,4740	0,0005***
2012	33.074,0	37.802,0	2,2430	0,0249**
2013	33.184,0	37.692,0	2,1390	0,0324**
2014	33.127,0	37.749,0	2,1930	0,0283**
2015	33.375,0	37.501,0	1,9580	0,0503*
2016	32.651,0	38.225,0	2,6450	0,0082***

Nota: Significativo a ***1% (p<0,01), **5% (p<0,05) e *10% (p<0,10).

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados expostos na Tabela 6, pode-se inferir que a participação de resultados não operacionais como os financeiros (receitas e despesas), combinados com benefícios fiscais ou compensação de prejuízo, contribuem para elevar o valor das empresas, pois integram os resultados do lucro econômico calculado pelo lucro líquido. Portanto, não são apenas as atividades operacionais que contribuem com a criação de valor aos acionistas brasileiros.

Com os altos juros praticados no Brasil, torna-se viável realizar aplicações em investimentos de renda fixa (e.g. indexados à SELIC), por apresentar melhor rentabilidade com risco inferior, comparado à baixa rentabilidade e ao alto custo de capital das organizações.

Assim, pressupõe-se que empresas aplicam o excedente de caixa até que haja uma melhoria na economia para, então, retomar os investimentos. Estes valores aplicados geram receitas financeiras que contribuem para a geração de valor, não pela operação por meio dos ativos, mas sim pela atividade financeira.

Os resultados encontrados indicam que a geração de lucro econômico por meio da abordagem do lucro operacional difere do resultado mensurado por meio do lucro líquido, contrariando a proposição de Fernandez (2002) que afirma que ambas as formulações de mensuração de lucro econômico resultam nos mesmos valores. Deste modo, rejeita-se a hipótese 1 desta pesquisa, segundo a qual o lucro econômico medido pelo lucro operacional é estatisticamente igual, na média, ao lucro econômico medido pelo lucro líquido.

4 Considerações Finais

O objetivo desta pesquisa foi investigar e revelar se os resultados não operacionais contribuem para a elevar o valor das empresas brasileiras. A hipótese era que o lucro econômico medido pelo lucro operacional é igual ao lucro econômico medido pelo lucro líquido. E ainda, apresentar o desempenho sob ao aspecto de criação de valor aos acionistas.

Os resultados mostraram que, no período analisado, a maior parte das empresas apresentaram prejuízo econômico; assim, não houve criação de valor para o acionista. Este resultado foi encontrado seja pelo lucro econômico mensurado pelo lucro operacional, seja pela mensuração via lucro líquido. Esta situação é alarmante, visto que a tendência observada nos resultados é um aumento na destruição de valor à medida que os anos vão passando.

E, ao se comparar a geração de lucro econômico pela abordagem do lucro operacional e pelo lucro líquido, a pesquisa revela que há diferença estatística na média das duas abordagens. O lucro econômico mensurado por meio do lucro operacional revela o resultado gerado efetivamente pelas decisões de ativos, ao passo que a mensuração do lucro econômico realizada por meio do lucro líquido considera as decisões provenientes da forma de financiamento da organização e também resultados não operacionais, tais como resultados financeiros (receitas e despesas) e benefícios fiscais ou compensação de prejuízo.

Assim, pode-se inferir que a participação de resultados financeiros (receitas e despesas), além dos benefícios fiscais ou compensação de prejuízo, contribuem para elevar o valor das empresas. Deste modo, infere-se que não são apenas as atividades operacionais que contribuem com a criação de valor ao acionista nas organizações brasileiras estudadas. Estes resultados são preocupantes tendo em vista a importância de as empresas criarem valor ao acionista pelas atividades operacionais das companhias e não pela dependência de resultados financeiros.

Assim, as principais conclusões do estudo são: (i) a maior parte das empresas brasileiras está apresentando prejuízo econômico, (ii) resultados não operacionais contribuíram para alavancar os resultados das companhias, e, (iii) companhias não cumprem seu papel de gerar resultados operacionais, pois dependem de ativos financeiros para gerar resultado.

Quanto a limitação do estudo, é importante pontuar que o estudo não avaliou o impacto das variáveis macroeconômicas nos resultados financeiros (receitas e despesas), bem como se

restringiu a avaliar o mercado brasileiro. Outra limitação é o fato de não se adotar o custo de capital de terceiros a partir das informações disponibilizadas nas Demonstrações Financeiras.

Por fim, é necessário esclarecer que a presente pesquisa não ousou em esgotar o assunto abordado, mas sim contribuir fomentando discussões nesta linha de pesquisa. Estudos futuros podem contribuir avaliando se o efeito das variáveis macroeconômicas, como a taxa de juros, contribui para aumentar a diferença entre os resultados, e ainda se achados são características exclusivas do mercado brasileiro, por meio de um estudo *cross section* com outros países.

Referências

ALBUQUERQUE, A. A.; VALLE, M. R. Capacity of Future Earnings' Prediction of EVA in the Brazilian Public Companies. **International Business Research**, v. 8, n. 1, p. 38, 2015.

ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. São Paulo: Ed. XII, n. 148, Jan. 2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-no-mercado-de-capitais-superam-em-27-7-o-total-de-2015-1.htm>. Acesso em: 22 Jan. 2017.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática**. 202 f. Tese (Livre-Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.

_____. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BECK, V.; BRITZELMAIER, B. A value-based management perspective for the automotive industry. **World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development**, v. 9, n. 2, p. 136-151, 2013.

BERZAKOVA, V.; BARTOSOVA, V.; KICOVA, E. Modification of EVA in Value Based Management. **Procedia Economics and Finance - Elsevier**, v. 26, p. 317-324, 2015.

BIDDLE, G.C.; BOWEN, R. M.; WALLACE, J. S. Does EVA beat earnings?. Evidence on associations with stock returns and firm values. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 3, p. 301-336, 1997.

BLUME, K. H. Value-based management as a tailor-made management practice?. A literature review. **Journal of Management & Governance**, v. 20, n. 3, p. 553-590, 2016.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. 10. ed. New York: McGraw-Hill, 2011.

BRIGHAM, E.; GAPENSKI, L.C; EHRHARDT, M.C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

CACHANOSKY, N. Austrian Economics, Market Process, and the EVA (R) Framework. **Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis**, 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2799501>>. Acesso em: 06 out. 2016.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis (org). **Adoção inicial das normas internacionais de contabilidade**. Brasília, 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>>. Acesso em: 09 nov. 2016.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2004.

COPELAND, T.; WESTON, J.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. New York: Pearson Addison Wesley, 2005.

CORRÊA, A. A.; ASSAF NETO, A; C.; LIMA, F. G. Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil?. Um estudo empírico com empresas não financeiras de capital aberto. **Revista Práticas em Contabilidade e Gestão**, v1, n.1, p. 9-39, 2013.

EDWARDS, E.; BELL, P. **The teory and measurement of business income**. Berkeley: University of Califórnia, 1961.

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

FERNANDEZ, P. **Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation**. University of Navarra, IESE Business School, Madrid, 2002.

FORMIGA, M. V. *et al.* **O Efeito da Incerteza Política no Desempenho e Valoração das Companhias Abertas Brasileiras**. In Anais: Congresso Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, ANPCONT, XI, Belo Horizonte, 2017.

FUJI, A. O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 36, p. 74-86, 2004.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

HOPP, J. C.; LEITE, H. P. Onde nascem os prejuízos. **Revista Administração de Empresas**, São Paulo, v.30, n.4, p. 61-70, 1990.

KOLLER, T. What is value-based management? **The Mckinsey Quarterly**, n. 3, p. 87-101, 1994.

KRUGER, S.; PETRI, S. Novas evidências da relação entre medidas tradicionais de desempenho e aquelas baseadas na geração de valor a partir do custo de capital. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 10, n. 2, p. 125-143, 2014.

ITTNER, C. D.; LARCKER, D. F. Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1, p. 349-410, 2001

MARSHALL, Alfred. **Principles of economics**: unabridged eighth edition. Cosimo, 2009.

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

MARTINS, G. A. Estatística Geral e Aplicada. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

O'BYRNE, S. F.; STEWART, S. EVA and market value. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 116-126, 1996.

O'BYRNE, S. F. EVA and its critics. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, v. 12, n. 2, p. 92-96, 1999.

OYADOMARI, J. C. T. *et al.* Análise dos fatores que favorecem a institucionalização da Value Based Management (VBM) à luz dos argumentos de teóricos da vertente New Institutional Sociology (NIS). *Revista Universo Contábil*, v. 4, n. 2, 2008.

PALMIERI, A. R. T. L.; AMBROZINI, M. A. Impacto da abertura de capital no custo da dívida das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 3, p. 124-142, 2016.

PANIGRAHI, S. K.; ZAINUDDIN, Y.; AZIZAN, N. A. Comparing traditional and economic performance measures for creating shareholder's value: a Perspective from Malaysia. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, v. 4, n. 4, p. 280-289, 2014.

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

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

RIEG, R. Dynamics of value-based management: does shareholder value cause short-termism?. **Journal of Management Control**, v. 26, p. 193-224, 2015.

RODRIGUES, A. C. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, v. 14, n. 103, p. 405-427, 2012.

SALVI, Andrea. **A relação do retorno das ações com o EVA, com o lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais: um estudo empírico aplicado às empresas brasileiras de capital aberto**. 2007. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Fac. de Econ., Adm. e Cont. de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

SHAH, R.; HALDAR, A.; RAO, S. V. D. Economic value added: A Financial Flexibility Tool. **Corporate Ownership & Control**, v. 12, p. 703-708, 2014.

_____; _____. Economic Value Added: Relevance and Implications for Indian Corporates. 2014. Disponível em: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2485473>. Acesso em: 26 mar. 2017.

SILVA, E. L., MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 4. ed. Florianópolis: UFSC, 2005.

SOLOMONS, D. Economic and accounting concepts of income. **The Accounting Review**, p. 374-383, 1961.

STERN, J. M.; STEWART, G. B.; CHEW, D. H. The EVA financial management system. **Journal of applied corporate finance**, v. 8, n. 2, p. 32-46, 1995.

VENTURA, A. F. A. *et al.* A relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade econômica. **REUNA**, v. 17, n. 3, p. p. 73-84, 2012.