

GERAÇÃO DE LUCRO ECONÔMICO NAS ORGANIZAÇÕES NÃO FINANCEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Daniela Batista de Oliveira

Mestranda em Ciências Contábeis – FACIC/UFU
Aluna FACIC/Universidade Federal de Uberlândia
Av. João Naves de Ávila, 2121 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia - MG
danielaboliveira@gmail.com
(34) 99997-8594

Lísia de Melo Queiroz

Doutora em Administração de Organizações - FEA-RP/USP
Docente FACIC/Universidade Federal de Uberlândia
Av. João Naves de Ávila, 2121 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia - MG
lisiaqueiroz@yahoo.com.br
(34) 3239-4176

Resumo

O artigo apresenta uma análise do desempenho das organizações brasileiras não financeiras listadas na BM&FBovespa, adotando a abordagem do lucro econômico tanto pelo lucro operacional quanto pelo lucro líquido. A amostra contém 188 empresas no período de 2010 a 2016. O custo de custo de oportunidade do capital das empresas foi quantificado através do modelo CAPM e o custo do capital de terceiros por meio do modelo empírico. No geral, as empresas não obtiveram lucro econômico positivo, revelando que há uma destruição de valor no período analisado. Entretanto, em relação à geração de valor pelo lucro operacional e pelo lucro líquido, foi identificado um cenário distinto, evidenciado pelo fato que há diferença estatística entre as metodologias, e que pode ser em função da presença de resultados financeiros (receita e/ou despesa) combinados com benefícios fiscais. Esses resultados são preocupantes tendo em vista a importância de as empresas criar valor ao acionista pelas atividades operacionais e reforçam as advertências de que nem sempre uma empresa que gera resultado por meio dos indicadores tradicionais de desempenho, gera valor sob o ponto de vista das métricas de valor.

Palavras-chave: criação de valor; lucro econômico; lucro operacional; lucro líquido.

Área temática do evento: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais.

1 Introdução

Com a globalização financeira e 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).

O mercado de capitais tem sido uma alternativa para fonte de recursos, no entanto, suas oscilações constantes fomentam a existência de um cenário de alta competitividade,

pressionando as organizações a maximizar cada vez mais o valor de seus ativos por meio do aumento de valor de mercado, como forma de ter maior rentabilidade e reter o capital dispendido pelos investidores (ASSAF NETO, 2010).

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. Adicionalmente, nos últimos anos é possível perceber o alto volume de captações realizado pelas empresas no mercado doméstico e internacional, conforme observado na Figura 1.

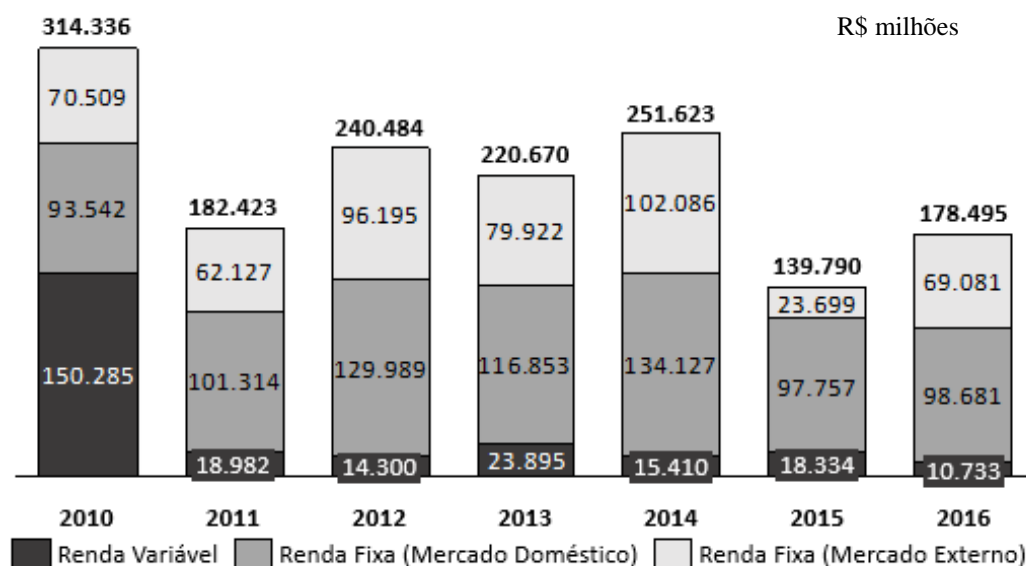


Figura 1 - Total de Ofertas – Mercado Doméstico e Internacional
 Fonte: ANBIMA (2017).

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 organizações que utilizam destes recursos para financiamento de seus projetos.

Participam do mercado de capitais diversos acionistas que contém características variadas, que envolvem: 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 realizada pela administração, e que irá gerar retorno no futuro (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2011). Panigrahi, Zainuddin e Azizan (2014) corroboram dizendo 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, os administradores, precisam criar valor, que na definição de Rieg (2015) é o resultado de um investimento que se repete várias vezes ao longo de vários anos, sendo este oriundo 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 (ASSAF NETO, 2003; COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2004).

As medidas de desempenho permitem mensurar se o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas está sendo atingido. A avaliação da performance econômica financeira 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 (ASSAF NETO, 2003; KRUGER; PETRI, 2014).

Na contramão dos tradicionais, há os indicadores considerados como medida de criação de valor, como o lucro residual ou lucro econômico, definido como “o lucro líquido operacional após impostos, ou seja, o *Net Operating Profits After Taxes* (NOPAT), deduzido a despesa do capital investido” (RAPPAPORT, 2001, p. 144). No entanto na literatura são encontradas formas de cálculo por meio da abordagem do lucro operacional, como citado por Rappaport (2001), mas também a partir do lucro líquido.

Neste sentido, a questão principal que se procura responder, quando se trata de criação de valor ao acionista, pode assim ser colocada como: as empresas brasileiras geraram valor ao acionista tanto pela abordagem do lucro operacional quanto pela abordagem do lucro líquido?

Como o objetivo investigar se empresas não financeiras de capital aberto no Brasil estão gerando ou destruindo valor ao acionista, uma vez que a gestão baseada em valor, prioriza os parâmetros que incorporam o custo de oportunidade, como o lucro econômico, VEA ou *Economic Value Added* (EVA^{®1}), passou a ser uma das ferramentas utilizadas para alinhar o interesse entre gestor e acionista na busca do aumento do valor de mercado das organizações (RAPPAPORT, 2001; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2011).

O gerenciamento baseado em valores 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.

O artigo está estruturado em quatro seções além desta breve introdução. A seção seguinte é dedicada ao referencial teórico, a terceira descreve os procedimentos metodológicos e 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

Para Koller (1994), a Gestão Baseada em Valor é uma prática que não possui um enfoque metodológico, mas sim sobre o como as decisões são tomadas e como mudar a cultura corporativa. Copeland, Koller e Murrin (2004) corroboram que se trata de um processo integrador, cujo objetivo é melhorar o processo de tomada de decisões estratégicas e operacionais na organização como um todo, devendo ter como prioridade, não a metodologia, mas sim a mudança na cultura da empresa.

Para Assaf Neto (2014, p. 13) “a Gestão Baseada em Valor é um conceito amplo, segundo o qual todas as ações de uma empresa devem estar orientadas para a criação de valor”. De modo que a tomada de decisão estratégica e operacional ocorram em todos os níveis organizacionais da companhia, e estejam alinhadas com o conceito, em um processo contínuo que se inicia desde o planejamento estratégico, o qual orienta as escolhas dos gestores (KOLLER, 1994; WEAVER; WESTON, 2003; MARTIN; PETTY, 2004).

¹ EVA[®] é marca registradas de G. Bennett Stewart, III.

Adicionalmente, 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 escolhas mais assertivas, sem que se perca o foco no valor (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2004).

O fator de sucesso da adoção da prática de Gestão Baseada em Valor integra três fatores-chaves que se inicia com o engajamento e apoio da alta administração, acompanhado de uma disseminação de conceito por toda a empresa, impactando inclusive a cultura organizacional, e por fim, que esteja vinculado 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).

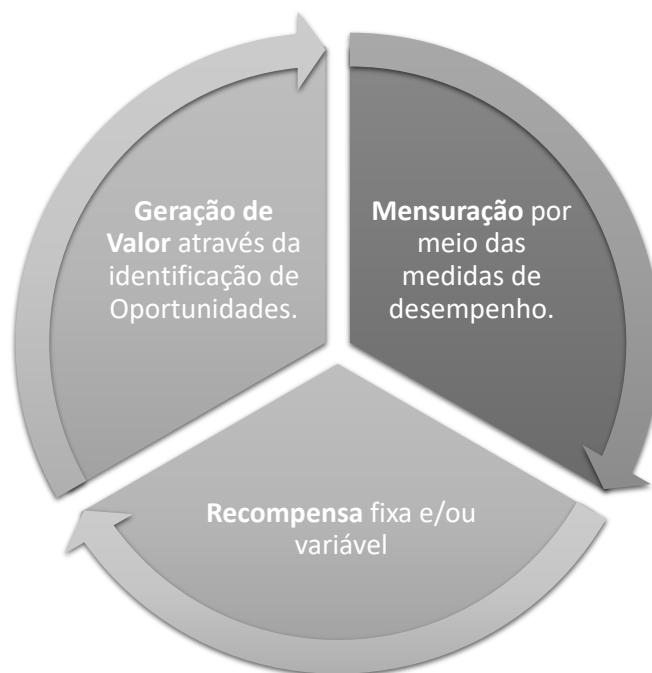


Figura 2 - Ciclo de Sucesso da Gestão Baseada em Valor
Fonte: Adaptado de Martin e Petty (2004).

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. Para eles, o valor “é resultado do casamento da oportunidade com a execução”. Desde modo, o ponto inicial do ciclo é 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, isto posto é preciso que sejam adotados direcionadores de valores, também chamados de *key value drivers*, sob o aspecto operacional, financeiro e de financiamento, e que se conectam com a geração de valor (ASSAF NETO, 2014).

A Gestão Baseada em Valor possui como pontos positivos para as organizações, a melhoria na governança corporativa e na situação econômico financeira, uma vez que torna

mais eficiente a gestão do capital, fatores estes que constituem uma motivação para implementação da prática de gestão pelas organizações (BLUME, 2016).

Porém, a implementação e consolidação da Gestão Baseada em Valor é um desafio 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 em lidar com o conflito entre lucro e valor. Este conflito é percebido em ocasiões na qual podem incrementar valor, sem que haja aumento nos lucros (ASSAF NETO, 2014).

Na Gestão Baseada em Valor, as medidas de desempenho econômica utilizadas permitem capturar o desempenho empresarial e estão alinhadas com o conceito de agregação de valor. Como forma de auferir a criação de riqueza, indicadores baseados em valor ganham espaço frente aos tradicionais (BECK; BRITZELMAIER, 2013).

2.2 Lucro Econômico

Kassai, Kassai e Assaf Neto, (2002) apresentam que o conceito de lucro residual foi explorado inicialmente por John Hicks em 1946, Edwards e Bell em 1961, David Solomon em 1965, entre outros; e em 1980, Alfred Marshall foi pioneiro na noção de lucro econômico, na qual inclui o custo de capital na mensuração do lucro.

Desde então, a prática da utilização do lucro econômico para agregação de valor, tem sido discutida, tendo como base os estudos do economista Alfred Marshall (BIDDLE, BOWEN E WALLACE, 1997). Contudo seu conceito se popularizou posteriormente, em 1991, através da empresa de consultoria em gestão Stern Stewart & Co., com sede em Nova York, que cunhou e popularizou o conceito através do Economic Value Added - EVA® (SHAH; HALDAR; RAO, 2014).

Ao passo que o lucro econômico se desenvolvia e ganhava adeptos, depreciava também o propósito da utilização do indicador tradicional de lucro contábil. Edwards e Bell (1961) diziam que havia falta de simetria entre a Contabilidade e os conceitos econômicos de lucro. Hopp e Leite (1988) apontaram, há mais de vinte e cinco anos, que devido às drásticas mudanças no cenário econômico financeiro, a mensuração do lucro contábil como avaliação do desempenho empresarial era alvo de críticas.

Berzakova, Bartosova e Kicova, (2015) apresentam que o lucro contábil é a diferença entre as receitas e os custos contábeis, que são denominados custos explícitos, sendo obtidos pelas contas contábeis. Enquanto as medidas de valor consideram os custos implícitos, representados pelo custo de oportunidade. Assim, a criação de valor exprime valor adicionado, ou captura de ganho econômico, de forma a incorporar não apenas os custos explícitos de capital, mas também os implícitos.

No contexto econômico, o custo de oportunidade é também conhecido como custo alternativo, como palavra sinônima, de modo que represente a renda relacionada com possibilidades alternativas na utilização de recursos, e que foi sacrificada em benefício de outro investimento (BEUREN, 1993; BERZAKOVA; BARTOSOVA; KICOVA, 2015).

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, 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 (2014) e demonstrado pelas Fórmulas (1), (2), (3) e (4).

$$\text{Lucro Econômico} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital Investido} \quad (1)$$

$$\text{Lucro Econômico} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital Investido}) \quad (2)$$

$$\text{Lucro Econômico} = \text{Lucro Líquido} - (\text{Ke} \times \text{PL}) \quad (3)$$

$$\text{Lucro Econômico} = (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{PL} \quad (4)$$

As Fórmulas (1) e (2) apresentam o lucro econômico sobre a abordagem do lucro líquido operacional após impostos com a alíquota marginal, uma vez que seu cálculo origina do NOPAT. Enquanto as Fórmulas (3) e (4) tem como base o lucro líquido, no qual são deduzidos 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. De tal modo, tem-se a hipótese:

H1: O lucro econômico medido pelo lucro operacional é igual ao lucro econômico medido pelo lucro líquido.

Para Koller (1994), o lucro econômico mensura a diferença entre o que uma empresa ganha durante um período e o mínimo que deve ganhar para satisfazer seus acionistas, de modo que ao maximizá-lo ao longo do tempo também irá maximizar 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, 2014).

3 Aspectos metodológicos

3.1 Classificação da Pesquisa

A pesquisa é classificada do ponto de vista da sua natureza, como aplicada, pois objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática e dirigidos à solução de problemas específicos (SILVA; MENEZES, 2005). Quanto aos objetivos é classificada como descritiva, uma vez são observados, analisados e interpretados os fatos sem que ocorra a interferência do pesquisador (ANDRADE, 2004). Quanto ao problema de pesquisa, é classificada como quantitativa, pois conforme Raupp e Beuren (2006), busca compreender o comportamento, pelo uso de instrumentos estatísticos.

Quanto ao procedimento, a pesquisa é categorizada como Ex-Post Facto, ou seja, a partir do fato passado, quando os delineamentos se realizam depois dos fatos, pois o pesquisador não possui controle sobre a variável de estudo uma vez que ela já ocorreu (VERGARA, 1997; GIL, 2002; MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Quanto ao recorte temporal, o estudo será realizado considerando o período de 2010 a 2016, o que caracteriza como corte longitudinal retrospectivo, uma vez que consiste na coleta de dados de uma mesma amostra ao longo de um período passado de tempo (RICHARDSON, 2012).

3.2 Coleta de dados e amostra

A amostra é composta por 188 empresas brasileiras de capital aberto que não pertencem ao setor “Financeiro e Outros” uma vez que devido as características singulares de suas atividades, possuem estrutura contábil específica divergente dos demais segmentos. 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 de Resultados e Balanço Patrimonial Consolidados, por meio da base de dados da Economática®.

3.3 Variáveis envolvidas no estudo

Para mensurar o lucro econômico das organizações foram utilizadas as Fórmulas (2) e (3) mencionadas na seção anterior.

O cálculo do custo de oportunidade do acionista – K_e , foi obtido por meio do modelo CAPM através da seguinte Fórmula (5) (ASSAF NETO, 2017), para cada ano período analisado, com data base em 01 de janeiro de cada ano.

$$K_e = R_F + \beta [R_M - R_F] + \alpha \quad (5)$$

Onde:

K_e = Custo de oportunidade do capital próprio;

R_F = Taxa de Juro livre de Risco;

R_M = Retorno da carteira de Mercado

β = Coeficiente beta da ação;

α = Risco País.

Para o Custo médio ponderado de Capital – WACC, além do K_e , obtido pelo método exposto acima, foram obtidos os custos do capital de terceiros – K_i , obtido pela Fórmula (6) (ASSAF NETO, 2017).

$$K_i = (\text{Risk Free} + \text{Spread da empresa}) \times (1 - \text{IR}) + \text{Risco País} \quad (6)$$

Onde:

Risk Free = Taxa Livre de Risco;

Spread da Empresa = Rating de cada empresa (empresas que não possuem rating, recebem a classificação do Brasil);

IR = Imposto de Renda (34%).

Após obtenção do custo referente ao K_e e K_i , o WACC foi obtido mediante ponderação pela estrutura de capital de cada empresa em cada ano analisado, através do Fórmula (7):

$$\text{WACC} = \left[K_e \left(\frac{PL}{P+PL} \right) \right] + \left[K_i \left(\frac{P}{P+PL} \right) (1 - \text{IR}) \right] \quad (7)$$

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 seleção da estatística adequada, que pode ser paramétrica, sendo necessários atender requisitos acerca da população envolvida e possuem parâmetros da distribuição, ou não-paramétricos, os quais não exigem que as amostras sejam originadas de distribuições específicas, é realizado o teste Shapiro-Wilk.

No estudo é aplicado o teste Wilcoxon-Mann-Whitney, para amostras independentes, que consiste em avaliar se dois grupos são iguais, e não exige distribuição normal dos dados. Neste sentido, tem-se as seguintes hipóteses: H_0 : não há diferença entre os grupos vs H_1 : há diferença entre os grupos. Se não rejeitar a hipótese nula, pode-se afirmar que não 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 for rejeitada, os resultados 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 presente estudo buscou investigar se empresas não financeiras de capital aberto no Brasil estão gerando ou destruindo valor ao acionista tanto pela abordagem do lucro operacional quanto pela abordagem do lucro líquido e apresenta nesta seção, os resultados encontrados da pesquisa.

Para o lucro econômico calculado a partir do lucro operacional, os resultados indicam que a maior parte das empresas não obtiveram criaram valor ao acionista no período analisado. A Tabela 1, a seguir, apresenta a frequência por ano.

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

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

Fonte: elaborada pelas autoras.

A Tabela 1 demonstra o comportamento da quantidade de empresas que geração lucro econômico é irregular, com uma tendência de crescimento nos períodos entre 2011 e 2013, e em seguida uma tendência de queda constante até o ano de 2016.

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

A Tabela 2 apresenta as características do lucro econômico calculado a partir do NOPAT, para cada ano do período analisado.

Tabela 2 – Análise descritiva do lucro econômico pelo lucro operacional por ano.

Ano	Frequência	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2010	188	-28.771.443	2.178.228	-469.383	2.343.594
2011	188	-41.882.919	3.892.148	-559.121	3.237.019
2012	188	-52.883.740	5.817.272	-818.028	4.508.036
2013	188	-59.427.021	5.738.978	-856.034	4.710.070
2014	188	-105.914.258	4.557.678	-1.110.543	8.003.849
2015	188	-102.156.345	5.858.843	-1.493.058	8.762.115
2016	188	-146.061.157	2.800.719	-2.050.384	11.153.142

Fonte: elaborada pelas autoras.

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 a destruição de valor 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 mínimo de geração de lucro 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 valor máximo registrado no ano de 2015, atingiu pouco mais de 5,8 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 bastante heterogêneas, e com tendência de crescimento na dispersão ao longo dos anos.

Para o lucro econômico calculado a partir do lucro líquido, os resultados evidenciam que no período analisado, a maior parte empresas também não apresentaram lucro econômico positivo, logo não houve criação de valor ao 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.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
Lucro Econômico_LL > 0	82	44	62	33	59	31	59	31	56	30	38	20	39	21
Lucro Econômico_LL < 0	106	56	126	67	129	69	129	69	132	70	150	80	149	79
Total	188	100	188	100	188	100	188	100	188	100	188	100	188	100

Fonte: elaborada pelas autoras.

Na Tabela 3, observa-se que há uma tendência de redução na quantidade de organizações que apresentam 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 pelo lucro líquido por ano.

Ano	Frequência	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2010	188	-9.645.573	12.267.758	-82.906	1.343.346
2011	188	-18.861.044	17.106.868	-219.853	2.119.445
2012	188	-33.420.072	7.778.155	-589.094	3.162.425
2013	188	-34.715.688	5.516.919	-786.468	3.844.769
2014	188	-85.707.727	13.174.981	-827.158	6.671.651
2015	188	-102.577.689	6.361.131	-1.584.364	9.479.595
2016	188	-162.278.176	3.811.333	-1.973.896	12.369.008

Fonte: elaborada pelas autoras.

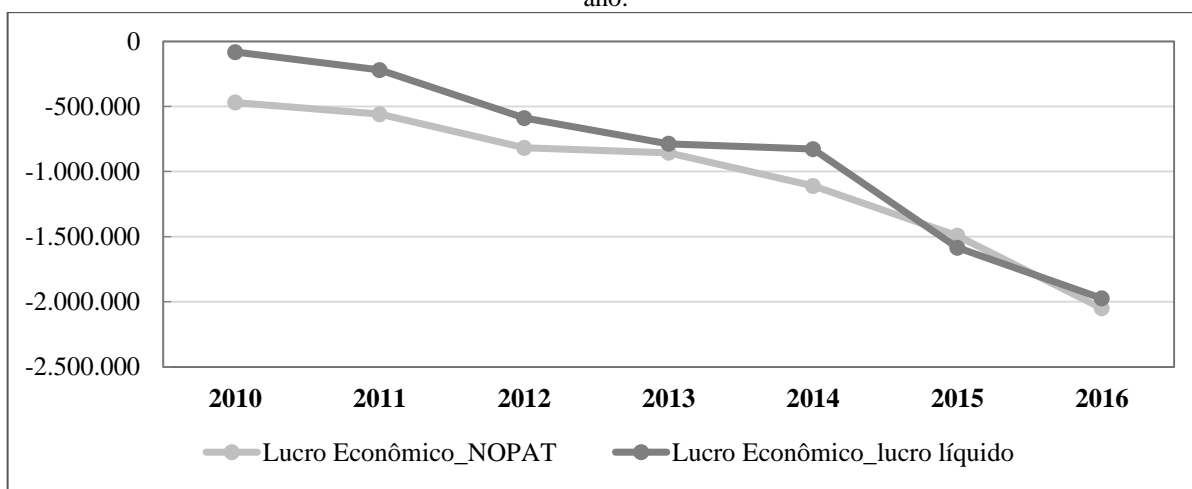
Observa-se na Tabela 4, que, assim como no lucro econômico a partir do lucro operacional, a perda de valor pelas empresas é crescente ao longo dos anos, sendo que a maior perda atingiu pouco mais que 162 bilhões de reais em 2016, um crescimento de 1582% quando comparado com 2010, em que a maior perda não atingiu 10 bilhões de reais. Representando um crescimento médio na perda de 50% ao ano.

Um ponto positivo, deste indicador é que nos de 2010, 2011 e 2014, o valor máximo atingido pelas companhias, chegou a superar os 10 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 a perda 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.

Quanto a comparação entre as métricas discutidas acima, o Gráfico 1, a seguir, demonstra este comportamento ano a ano.

Gráfico 1 – Comportamento do lucro econômico medido pelo lucro operacional e o lucro líquido por ano.



Fonte: elaborada pelas autoras.

A partir do Gráfico 1 analisa-se que o comportamento das variáveis é homogêneo, visto que ambas apresentam queda ao longo dos anos. Contudo, períodos como os anos de 2013, 2015 e 2016 a distância entre elas demonstra ser inferior quando comparada a distância evidenciada nos demais anos.

Observa-se também que, o lucro econômico calculado a partir lucro líquido, se demonstra maior quando comparado aos resultados mensurados a partir do lucro operacional, em seis dos sete períodos analisados. Apenas em 2015 este comportamento se apresenta de forma contrária.

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

Tabela 5 – Pressuposição de distribuição dos dados.

Variável	Ano	W	p-valor
Lucro econômico NOPAT	2010	0,21	0.0000
	2011	0,17	0.0000
	2012	0,19	0.0000
	2013	0,19	0.0000
	2014	0,12	0.0000
	2015	0,16	0.0000
	2016	0,15	0.0000
Lucro econômico lucro líquido	2010	0,39	0.0000
	2011	0,34	0.0000
	2012	0,28	0.0000

	2013	0,28	0.0000
	2014	0,17	0.0000
	2015	0,17	0.0000
	2016	0,15	0.0000

Fonte: elaborada pelas autoras.

Os dados, conforme demonstrados na Tabela 5, não apresentaram distribuição normal, logo rejeita-se hipótese de que os dados são aderentes a distribuição normal.

Para a diferença de medidas é executado o teste não-paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney, conforme demonstrado na Tabela 6.

Tabela 6 – Teste de Wilcoxon-Mann-Whitney.

Ano	Z	p-valor
2010	4.955	0.0000
2011	3.474	0.0005
2012	2.243	0.0249
2013	2.139	0.0324
2014	2.193	0.0283
2015	1.958	0.0503
2016	2.645	0.0082

Fonte: elaborada pelas autoras.

Ao nível de significância de 5%, o teste revela que a diferença de lucro econômico obtido pelo lucro líquido é superior ao lucro econômico mensurado pelo lucro operacional, em seis dos setes anos analisados. Entretanto, para o ano de 2015 não se pode concluir que há diferença estatística entre os resultados.

Logo, a partir dos resultados, pode-se inferir que a participação de resultados financeiros (receitas e despesas) combinadas com benefícios fiscais ou compensação de prejuízo, contribuem para elevar o valor das empresas, no período analisado.

4 Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo investigar se empresas não financeiras de capital aberto no Brasil, seja por meio do lucro operacional ou pelo lucro líquido. Inicialmente, a pesquisa apresentou aspectos teóricos que fundamentaram a formulação do problema a ser investigado.

Os resultados encontrados na pesquisa revelam que a maior parte das organizações brasileiras não conseguem remunerar o custo do capital próprio e de terceiros empregado em suas operações. De modo que não há criação de valor ao acionista e sim destruição de valor, durante todo o período analisado.

Esta situação é alarmante, visto que a tendência observada nos resultados, é aumento na destruição de valor à medida que os anos vão se passando. Outro ponto de destaque, é a importância de se evoluir das medidas de desempenho das organizações, transitando de um modelo baseado em indicadores tradicionais para as métricas baseados em valor.

Fica evidente também que há uma diferença significativa entre a geração de valor mensurada por meio do lucro operacional e lucro líquido. As organizações geram mais valor, quando avaliadas pela abordagem do lucro líquido, indicando que a presença dos resultados financeiros (receita e despesas) e/ou os efeitos de compensações de prejuízos ou benefícios fiscais, estão contribuindo para alavancar os resultados apresentados.

Estes resultados são preocupantes tendo em vista a importância de as empresas criar valor ao acionista pelas atividades operacionais e reforçam as advertências de que nem

sempre uma empresa que gera resultado por meio dos indicadores tradicionais de desempenho, gera valor sob o ponto de vista das métricas de valor.

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.

Por fim, é necessário esclarecer que a presente pesquisa não ousou em esgotar o assunto abordado, mas sim contribuir fomentando para as discussões por esta 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.

Referências

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.

ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalho para cursos de pós-graduação**: noções práticas. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

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. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. **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.

BEUREN, I. M. Conceituação e contabilização do custo de oportunidade. **Caderno de estudos**, n. 8, p. 1-12, 1993.

BERZAKOVA, V.; BARTOSOVA, V.; KICOVA, E. Modification of EVA in Value Based Management. **Procedia Economics and Finance - Journal 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.

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 theory and measurement of business income**. Berkeley: University of Califórnia, 1961.

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

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

KASSAI, J. R.; KASSAI, S.; ASSAF NETO, A. Índice de especulação de valor agregado – IEVA. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, n. 30, p. 32-45, 2002.

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.

HOPP, J. C.; LEITE, H. P. O crepúsculo do lucro contábil. **Revista de administração de empresas**, v. 28, n. 4, p. 55-63, 1988.

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.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

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

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.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (org.) **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

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.

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.

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.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

WEAVER, S.; WESTON, J. Implementing value based management. **College of Business and Economics**, Lehigh University, 2003.