



## ANAIS

### DISTRIBUIÇÃO DE VALOR ENTRE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO SETOR ALIMENTÍCIO BRASILEIRO

PEDRO KIMURA  
pedrokimura@ymail.com  
UNESP

ELTON EUSTÁQUIO CASAGRANDE  
elton.eustaquio@unesp.br  
UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA FCLAR/DEPTO DE ECONOMIA

**RESUMO:** O objetivo deste trabalho é analisar a capacidade de adição de valor por parte das empresas brasileiras do setor alimentício listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Terá como embasamento para sua composição o uso de referências teóricas de artigos e livros de diversos autores, fazendo uso de trabalhos que abordam tanto a criação de valor diretamente quanto de estudos sobre elementos que compõem o desempenho de uma empresa de capital aberto, mais notoriamente governança corporativa e investimento, de modo a buscar também a constituição do que pode resultar em uma empresa capacitada em adicionar valor ao longo de seu processo produtivo. Serão feitas também considerações sobre o setor alimentício em específico, tendo em mente sua importância para o Brasil e suas singularidades em comparação com outros setores produtivos. Uma vez tratando-se de empresas abertamente comercializadas, levando em conta que um de seus objetivos é a geração de retornos para seus proprietários, julgou-se relevante calcular a razão de remuneração do capital próprio, uma vez analisadas teorias de investimento em ações. Assim, a relevância do bom desempenho das empresas do setor de alimentos se dá em diversas frentes: o retorno dos acionistas, a remuneração dos diretores, o crescimento de um setor relevante para a economia nacional, e o consumo dos cidadão em geral.

**PALAVRAS CHAVE:** Valor Adicionado; Governança Corporativa; Setor Alimentício; Remuneração de Capitais

**ABSTRACT:** This work aims to analyze the Brazilian food sector companies listed on Bolsa de Valores de São Paulo's ability to add value. For its composition, it will be based on theoretical references of many authors, using works directly about adding value as well as studies about topics that make up the performance of a publicly traded company, most notoriously about corporate governance and investment, seeking the composition of what can result in a company able to add value throughout its productive process. It will also be made considerations about the food sector specifically, taking into account its importance for Brazil and its individualities in comparison to other productive sectors. Once dealing with publicly traded companies, considering one of their goals is to generate revenue for their owners, it was considered relevant to find the rate of return on own capital, once stock investment theory was analyzed. Thus, the relevancy of a good performance from food sector companies shows on different ends: shareholders' returns, directors' payment, the growth of a nationally relevant economic sector, and the general citizen's consumption.

**KEY WORDS:** Added Value; Corporate Governance; Food Sector; Capital Returns

## 1. INTRODUÇÃO

A Teoria da Estrutura de Capital contempla a possibilidade das firmas de escolherem entre financiamento através contratação de dívidas ou da emissão e venda de novas ações (equidade), e que, uma vez postas nesse cenário, elas enfrentam uma situação de trade-off. Estudos indicam que firmas buscam equilibrar as vantagens e desvantagens das duas possibilidades, e que elas ajustam suas alavancagens (uso de capital de terceiros para elevar o retorno potencial de investimentos) de acordo. Os custos fixos de ajuste implicam que mudanças realizadas na estrutura de capital de uma certa firma serão grumosas e infrequentes. Além disso, firmas ocasionalmente passam por tempos de intensa atividade de investimentos, nos quais podem ter acesso a mercados de capital, o que viabilizaria um meiobarato de ajustar sua estrutura de acordo com sua meta de alavancagem. (DUDLEY, 2012)

Assaf Neto (2007) ressalta que não se deve pensar que é sempre mais vantajoso simplesmente tomar dívidas, mas que deve se considerar o prazo de amortização dos recursos. É possível que uma empresa se coloque em uma situação de dependência de rolagem do empréstimo, ou de conseguir obter recursos destinados a honrar suas obrigações com terceiros. Afirmo que para julgar um perfil de endividamento como saudável é preciso considerar, entre outras variáveis, o prazo das dívidas contraídas.

Empresas cuja propriedade é dividida em ações podem optar por serem comercializadas na bolsa de valores ou podem pertencer a um determinado grupo onde a transferência de posse é mais restrita, sendo referidas como empresas de capital aberto e capital fechado, respectivamente. A abertura de capital é uma alternativa para empresas arrecadarem fundos para investir ou expandir negócios, e a emissão de novas ações por empresas que já possuem capital aberto pode acontecer para finalidades semelhantes.

O principal objetivo de uma empresa é a geração de valor; e a gestão de empresas tem evoluído de acordo a buscar essa mentalidade (juntamente a um interesse de ampliação de riqueza de suas acionistas), divergindo da filosofia convencional de obtenção de lucro e rentabilidade. No que diz respeito à geração de valor, é preciso considerar os custos de tudo que for gerado; tanto implícitos quanto explícitos. Só há criação de valor para os acionistas em casos em que o que foi gerado supere o custo de oportunidade de seus investidores, uma vez que cada quantia de dinheiro posta em uma determinada empresa é dinheiro não posta em uma outra, potencialmente mais vantajosa. Em outras palavras, empresas que empregam

mal o capital do qual dispõem correm o risco de ter seus investidores deslocando seu dinheiro para outras mais eficientes (COSTA et al., 2016).

O monitoramento de uma empresa pode ser realizados por diversas partes, incluindo agências de *rating*, conselheiros, auditores, acionistas e credores. Devido à relação de não intimidade com a empresa, o monitoramento que provém de conselheiros independentes é valorizado por sua objetividade, considerando que não possuem participação interna na empresa e não teriam ganho pessoal ou profissional para tenta-los a realizar um *self-dealing* (SONZA e KLOECKNER, 2014).

O uso de diretores externos tende a apresentar vantagens como uma melhor capacidade de observar o desempenho da empresa e agir com uma liberdade que só seria possível com alguém de fora, devido à “impessoalidade” com os chefes de diretoria e com a própria firma, além de não dependerem particular e exclusivamente deles para sustentar sua condição de vida

(FINKELSTEIN e DÁVENI, 1994; LIN, 1996; WALSH e SEWARD, 1990, apud SCHULZE et al., 2001); além de serem capazes de diversificar o ponto de vista daqueles que constituem internamente a empresa (FINKELSTEIN e HAMBRICK, 1996 apud SCHULZE et al., 2001).

A presença dos credores, explicam, é para assegurar os riscos de expropriação pelos acionistas e a alavancagem, levando em conta o bem-estar do sistema financeiro, em níveis aceitáveis, além de fiscalizar determinadas oportunidades de enriquecimento (nisto dando o exemplo de fusões e as vontades de minoritários), uma vez que comumente controladores, com consentimento do conselho, lutam para manter uma “oligarquia” sobre o negócio e o controle.

Este trabalho objetiva observar a capacidade de criação de valor das empresas de capital aberto do setor de alimentos, usando de demonstrativos financeiros dos anos de 2016 a 2018, com ênfase na remuneração de capitais (próprios e de terceiros) e lucros ou prejuízos. As empresas averiguadas são Camil Alimentos S/A, Conservas Oderich, J. Macedo, M. Dias Branco, Josapar-Joaquim Oliveira, Forno de Minas, Minupar Participações, JBS, Minerva, BRF, Marfrig, Excelsior, São Martinho, Biosev, Raízen Energia e Ambev.

## **2. METODOLOGIA**

A partir de cálculos de variáveis realizados usando dos dados disponíveis no site da Bolsa de Valores de São Paulo B<sup>3</sup> e dados de desempenho vindos de empresas e artigos, buscar-se-á entender mais sobre a criação de valor das empresas do setor alimentício de capital aberto. A revisão bibliográfica será utilizada para a organização dos argumentos que justificam as variáveis explicativas do investimento e do endividamento. Por fim, será analisada a capacidade de criar valor dessas empresas, considerando também seu sucesso em efetivar as expectativas de seus investidores, tendo em mente o cenário de trade-off do investimento previamente citado.

Para isso, observaremos nos indicadores financeiros elementos como a remuneração de capitais próprios e de terceiros por parte das empresas, de modo a entender como cada empresa se financia, assim como o setor no geral. A tabela inclusa no trabalho trará, além das remunerações de capital, receitas, valor adicionado e lucro líquido, que serão examinadas em contraste com a estrutura de financiamento de cada empresa. Assim, poderemos examinar se empresas com maior remuneração de capital de terceiros do que de capital próprio, isto é, com uma estrutura de capital majoritariamente comporta por financiamento externo, apresentam melhores desempenho do que empresas que se financiam com capital próprio.

Considerando a importância da capacidade de geração de valor de uma empresa, há também por consequência a importância de capacidade de avaliação da geração de valor. Um dos principais meios para realizar tal métrica é o EVA® (*Economic Value Added*, Valor Econômico Agregado), que calcula o retorno proveniente de atividades operacionais levando em conta o custo do capital investido realizados por proprietários e/ou terceiros (COSTA et al., 2016). O EVA® foi desenvolvido e patenteado pela empresa de consultoria Stern & Stewart Co., e este visa determinar a relação entre retornos provenientes das atividades operacionais e o custo de capital decorrente do investimento. O cálculo viabiliza também mensurar a criação ou destruição de riqueza da empresa ao longo de suas atividades econômicas (MOTA et al, 2013).

Considerando a importância do custo de oportunidade na economia e nos investimentos, o EVA® é um possível indicador comparativo para potenciais investidores. Observando o custo do capital e seus resultados, é possível acompanhar quais empresas fazem uso mais eficiente dos recursos financeiros no tocante a agregação de valor. Por exemplo, entre duas empresas com

estruturas e custos de capitais semelhantes, qual gera a partir desses melhor resultado econômico-financeiro.

### **3. REVISÃO TEÓRICA**

#### **Assimetria de Informação e Financiamento**

Fazzari et al. (1988) explicam que, uma vez que uma firma tenha acesso a uma fonte externa de créditos, sua estrutura financeira deve ser irrelevante para determinar seu investimento, considerando que possuem uma maneira de obter fundos capazes de substituir uso de capital interno. Desse posicionamento pode-se deduzir, portanto, que para as firmas que não possuem fácil acesso a crédito de terceiros, a estrutura financeira deve ser considerada. Ressaltam, contudo, que há vias de estudo que argumentam que capitais externos e internos não são substitutos perfeitos, havendo assim uma “hierarquia de financiamento”. Este assunto será abordado mais adiante, no momento considerando apenas se benéfico para a firma ter a opção de financiamento externo, mesmo que opte por não usufruir dele.

O artigo descreve que a assimetria de informação pode ser tanto entre agentes e credores quanto entre agentes e possíveis investidores. No primeiro caso, citam Dwight Jaffee e Thomas Russell (1976) ao dizer que, em cenários em que o mercado de capital se encontra incapaz de diferenciar bons e maus pagadores, pode simplesmente acontecer um aumento da taxa de juros ou até mesmo uma racionalização do crédito como forma dos credores “equilibrarem” os demandantes. Enfatizam que, devido à assimetria de informação, credores não podem diferenciar em seus preços de acordo com a qualidade daqueles para quem emprestam, podendo fazer com que, conforme a elevação dos juros, melhores pagadores deixem o mercado de capital, destarte implicando em uma piora na qualidade dos negócios realizados pelos emprestadores.

Considerando a importância dada pelos ofertadores de crédito às firmas que desejam contrair crédito, nota-se uma diferença entre empresas de capital aberto e de capital fechado. Empresas de capital aberto geralmente possuem mais informações disponíveis ao público, incluindo no portal da B3, onde alguns dos dados utilizados mais adiante neste trabalho foram coletados. Essa disponibilidade de dados é valiosa para aqueles do mercado de capital, pois permite aos emprestadores terem maior conhecimento a respeito de quem está recebendo o crédito, permitindo uma decisão comercial mais bem informada. Além disso, simplesmente ter suas ações livre e publicamente comercializadas é um indicativo razoável de condição geral da empresa.

Outro grupo de atores que participam da discussão de assimetria de informações são possíveis novos acionistas. Ao adquirir ações de uma empresa, há sempre o risco de se tratar de um “*lemon*”, expressão inglesa que significa um produto adquirido de qualidade inferior à desejada ou esperada no momento da compra. Com o risco de adquirir um *lemon* pairando sobre novos acionistas, estes implicitamente demandando um “premium” nas ações como uma espécie de seguro para cobrir a possibilidade de estarem financiando um *lemon*. Esse premium tende a elevar o custo da empresa para se financiar através da emissão de novas ações, assim devendo ser um fator a considerar no momento de decisão de uma empresa escolher a maneira em que pretende conseguir financiamento (FAZZARI et al., 1988).

#### **A Governança nas Decisões de Financiamento**

A governança exerce um papel na determinação do investimento, tanto na prospecção de rentabilidade quanto aos acessos aos meios que os viabilizem. Além da já mencionada

oportunidade fornecida às empresas por períodos de investimento de ajustarem suas estruturas de capitais, também há o objetivo mais tradicional de investimentos, que é viabilizar condições para produção (estando implícita possivelmente expansão ou melhorada produção) de bens ou serviços. (SOARES et al., 2015).

Com o investimento está implicado uma “perda” realizada no presente, seja na formade um gasto próprio ou a contração de um dívida, a fim de obter um ganho no futuro, i.e., o retorno de seu investimento. Naturalmente, espera-se que o retorno de dito investimento seja capaz de não só compensar a despesa realizada no momento do investimento como retornar com um “bônus” extra para que compense o custo de oportunidade que representou, visto que dinheiro é algo limitado com geralmente opções múltiplas de aplicação. Isso resulta portanto em uma incerteza intrínseca no investimento, que é a incapacidade de garantir que o retorno resultante será, no mínimo, o necessário para igualar o sacrifício que representa o investimento (SOARES et al., 2016).

A governança tende a ser relevante na explicação de indicadores de endividamento, sendo negativamente correlacionada com endividamento de curto prazo e com influência positiva sobre capacidade de obtenção de recursos no longo prazo. Assim, com uma melhor governança há não apenas a facilitação nos acessos à dívidas, mas também de obtenção de créditos de longo prazo, possibilitando um alongamento do perfil de endividamento, i.e., fazendo com que as pendências da empresa sejam mais constituídas por “dívidas boas” do que as das empresas com pura governança observada (FONSECA et al., 2016).

### **Financiamento de Projetos**

Entende-se como estrutura financeira de uma empresa a composição de seu financiamento, que pode se dar por capital próprio ou de terceiros. Além disso, chama-se de “alavancagem” a parcela do financiamento dada através de endividamento da empresa, e sendo a meta de alavancagem o percentual almejado pela empresa para ser seu financiamento por dívidas. Custos fixos de ajuste implicam que alterações realizadas por uma firma em sua estrutura financeira serão inchadas e infrequentes (DUDLEY, 2012); além do mais, firmas passam por tempos de alto investimento nos quais têm acesso a mercados de capital, possibilitando uma maneira barata de alterar suas estruturas financeiras. Apesar de alguns modelos econômicos tratarem como irrelevante a estrutura financeira de uma empresa, assumindo que capital próprio e capital de terceiros são intermutáveis, linhas alternativas de pensamento não consideram capitais internos e externos como substitutos perfeitos. A lógica por trás desse conceito é que as duas maneiras de financiamento estão sujeitas a outros fatores, como por exemplo a disponibilidade do mercado de capitais ou acesso a tal ou fluxo de caixa da empresa, de modo que pode haver diferenças no custo de cada financiamento (FAZZARI et al., 1988).

Fazzari et al. afirmam ainda que modelos de firma representativa convencionais podem desconsiderar a estrutura financeira de uma firma, o que pode até ser aplicável para firmas bem estabelecidas e posicionadas no mercado, pois, devido à sua reputação, é razoável assumir que elas terão maior confiança por parte dos credores, assim devendo ter maior e melhor acesso a crédito. O investimento dessas firmas tentem a ser menos sensíveis a flutuações no fluxo de caixa do que as daquelas que esgotam seu financiamento interno,

indicando que firmas que operam com fluxo interno “de sobra” podem sempre se esforçar um pouco mais para manter seus investimentos a níveis desejados.

Um fator que faria que financiamentos externos e internos não fossem substitutos perfeitos seria os diferentes custos atrelados a cada um. Financiamento por dívidas (externo), por exemplo, tem uma vantagem de custos no âmbito tributário, mas com a tendência a elevar custos esperados de falência, i.e., custos de financiamento por endividamento que resultam em uma maior probabilidade de falência. Aumentar custos externos para investimento pode dar às empresas a oportunidade de ajustar suas estruturas de capital para a meta de alavancagem que equilibre os benefícios tributários do endividamento com os custos esperados de falência (DUDLEY, 2012).

Dudley discorre a respeito de TAAs (Transações de Alta Alavancagem, do inglês HLTs, *High Leverage Transactions*), empréstimos bancários destinados a companhias com altos graus de alavancagem e grandes somas em dívidas. Essas costumam ser mais seguras do que contratos semelhantes dado seus fortes convênios de débito oriundos de sua estrutura. Demonstra que dois terços das TAAs que ocorrem ao longo de projetos multi-anotomam lugar durante o último ano do período de financiamento de dito projeto, o que, segundo ele, indica que empresas se submetem a esse tipo de contrato para financiamento de investimento em momentos em que a meta de alavancagem se encontra elevada. O fato de que esse tipo de transação tende a acontecer durante o último ano do período de financiamento de projetos mais extensos, mesmo que em firmas com meta de alavancagem mais elevadas, reforça a ideia de que firmas tendem a postergar o máximo possível até a utilização de endividamentos para financiar seus projetos.

Os resultados dos estudos de Dudley (2012) apoiam a teoria do *trade-off* e, também, apontam que firmas se movem em direção a suas metas de alavancagem durante o período de financiamento de projetos de grande investimento. Isso corrobora o princípio de que firmas podem usar seus períodos de investimento e financiamento para melhor ajustar suas estruturas de capital. Denis e McKeon (2012, apud Dudley, 2012) reportam que parte considerável das TAAs acontecem por firmas estarem ajustando suas estruturas de capital de modo a serem coerentes com conversão de opções de crescimento em ativos alocados.

Dudley (2012) explica que, dada a amostra utilizada para seu estudo, 79% das firmas tiveram ao menos um ano de investimento e, considerando as firmas desta categoria, as chances de que tenha mais um ano desses é de 48%. Com isso há, contudo, a implicação de que 52% das firmas que tiveram um ano de investimento, i.e., mais da metade delas, não opta por mais um. Abre-se assim o questionamento do porquê uma parcela tão considerável das firmas não dá continuidade ao investimento, as possíveis respostas variando desde falta de capital disponível para fazê-lo a insatisfação com os resultados provenientes de quando fizeram.

Casagrande (2018) observa a importância da relevância das oportunidades de investimento na determinação das condições de restrição originadas de financiamento externo. Em outras palavras, empresas com poucas necessidades ou disposição de investir tendem a sentir menos a flutuação de mercados de crédito externo, uma vez que demandam somas menores a fim de preencher todas as suas necessidades por recursos. No tocante à possibilidade de financiamento interno, aponta a relevância de como e quanto a disponibilidade de recursos internos é capaz de afetar, não só a tomada de decisões relativas a investir, mas também mudanças nas variações de disponibilidade de recursos e oportunidades de investir.

A *Pecking Order Hypothesis* (POH) estipula que há três formas de financiamento para uma empresa: fundos internos; contração de dívidas; e emissão de novas ações. Afirma também que as empresas preferem primeiro fazer uso de seus fundos internos, depois, se ainda necessário, criar dívidas e, como último recurso, emitir novas ações. Em outras

palavras, o financiamento interno é sempre preferível quando disponível, mas dada a necessidade de financiamento externo, prefere-se dívidas a emissão de ações. Isso se dá devido às assimetrias de informação que circundam gerentes e acionistas; e a assimetria de informação também é responsável por elevar custos de financiamento (DUDLEY, 2012).

Nas teorias de *pecking order*, ou “hierarquia do financiamento”, os gerentes das empresas assumem ter pleno conhecimento dos ativos de suas empresas e os retornos de seus projetos de investimento. Com isso aplicam-se modelos de demanda de investimento baseados em uma firma representativa em um mercado perfeito de capitais, à medida que assume-se que gerentes tenham poder suficiente para direcionar fundos internos para projetos que julguem frutíferos. Conforme a necessidade de financiamento externo, retomam-se as questões de assimetria de informação onde credores não sabem perfeitamente quem são os bons e os maus pagadores; e os potenciais novos acionistas não sabem perfeitamente a qualidade das ações que podem vir a comprar (FAZZARI et al., 1988).

### Capital e Custos

Naturalmente, as empresas lidarão com seu capital de acordo com a maneira que acreditem ser mais eficiente. Como explicado por Dudley (2012), um positivo desfrutado por uma empresa que se financie por endividamento são os benefícios tributários implicados nesse tipo de transação, mesmo que possa acontecer das empresas não terem a dimensão exata desse ganho. Considerando os benefícios que podem ser desfrutados ao financiar-se através de dívidas; além dos relativos a impostos, reestruturação de capital e fluxo de caixa, empresas têm a opção, ou a preferência por parte dos credores, de poder contrair dívidas é um ponto positivo a ser considerado a avaliar uma firma.

### Valor Econômico Adicionado nas Empresas de Alimentos

Os procedimentos metodológicos da análise que é elaborada neste projeto incluem os seguintes materiais: além da revisão da literatura escolheu-se informações secundárias das empresas de capital aberto listadas na B3. Essas informações correspondem ao demonstrativo “Valor Econômico Adicionado” que objetiva apresentar a geração e distribuição de todo valor gerado anualmente pela organização.

Outros números categorizados nos demonstrativos financeiros das empresas listadas incluem valor adicionado total a distribuir e, naturalmente, como é essa distribuição. Deste, entram subdivisões relevantes como dividendos, custos de pessoal, custo de remuneração de terceiros (o que inclui aluguéis e juros) e lucros retidos. Esses dados serão úteis ao serem correlacionados com a teoria já revisada, pois podem ser indicadores da estrutura de capital da firma, além de demonstrar quais são os ramos mais onerosos da empresa, para assim talvez indicar os rumos que as empresas do setor devem tomar para melhorar seus desempenhos e produtividade.

Para o atual capítulo, o método da pesquisa é quantitativo descritivo, com análise da distribuição do Valor Econômico Adicionado. A distribuição está categorizada neste trabalho a partir de um ajustamento elaborado com fins de apresentar os resultados com maior visibilidade.

### Criação de Valor e Contabilidade

Assaf Neto (2007) explica que uma gestão fundamentada em valor utiliza o Valor Econômico Agregado (EVA®) como norte para estimar o desempenho da empresa. A partir dessa medida, direciona-se o valor para os diferentes segmentos de atividade, a fim de basear

os passos da firma na criação de riqueza. Tal modelo de gestão inclui objetivos como metas de valor de ações e a geração de um EVA® satisfatório para seus acionistas.

Continua afirmando que tal maneira de condução da empresa faz com que ela seja regida com uma atitude mais competitiva, sintonizando os aspectos gerenciais da empresa com a perspectiva acionista de condução, de modo que as tomadas de decisão financeiras são qualificadas de acordo com o resultado econômico que demonstram, em vez de através de seu resultado contábil que desconsidera custo de oportunidade do capital próprio e risco.

Descreve que não se pode mensurar a capacidade de criação de riqueza de uma empresa observando apenas seu valor de mercado. É preciso analisar seu valor de mercado, mas considerando também o valor que foi nela investido por seus proprietários. Em outras palavras, caso uma empresa tenha o maior valor de mercado de seu setor, mas dito valor é consideravelmente inferior ao que foi nela depositado, tal empresa é um fracasso, pelo menos do ponto de vista da criação de riqueza. Sob a mesma lógica, uma empresa que possui um valor de mercado muito superior ao que foi originalmente investido nela, independente de seu valor nominal de mercado, trata-se de uma empresa que se provou capaz de gerar riqueza.

Segundo o autor, o valor econômico agregado ao acionista compreende o resultado líquido criado pela empresa acima das expectativas do mercado. Assim, o resultado líquido gerado pela empresa só é admitido quando ultrapassa o mínimo estipulado por seus investidores para remuneração. O exemplo usado é que se espera a agregação de valor de 15% sobre um investimento de \$20 milhões, o mínimo exigido de valor econômico criado é

\$3 milhões ( $15\% \times \$20$  milhões). Isso muito se dá ao custo de oportunidade dos investidores, discutido anteriormente. Investimentos são realizados baseados nas expectativas de maior retorno (com devidas considerações de risco), de modo que há uma “frustração” por parte dos acionistas quando o investimento em que depositaram sua confiança e dinheiro não apresentam o mínimo desejado para retorno, pois o capital ali investido poderia ter sido aplicado em uma outra oportunidade de investimentos que proporcionaria frutos mais lucrativos. Conclui que, quanto maior o resultado dessa medida econômica, maior sua capacidade de gerar riqueza, o que por sua vez deve se refletir em seu valor de mercado.

Usando da mesma perspectiva para analisar uma empresa hipotética que possui um resultado de geração de valor negativa, trata-se de uma empresa incapaz de repor seus ativos, assim sendo uma destruidora de riqueza, ao invés de uma criadora. Isso naturalmente

afugenta potenciais investidores, que terão seus capitais depreciados, e o que culmina refletido em seu valor de mercado decrescendo. Assim, a venda de uma empresa destruidora de riqueza resultaria em uma soma de dinheiro inferior à usada para originalmente criá-la.

Ressalta-se a importância de balanços serem capazes de registrar a geração de valor das empresas, de modo a serem registros efetivamente econômicos, levando em conta o valor presente e real dos ativos da empresa. Assim, os números devem ser constantemente atualizados de modo a serem mais fiéis à realidade.

Explicando geração de lucro versus geração de valor de maneira simples, se uma pessoa compra \$100 em tecidos e os revende por \$110, ela gerou lucro; se ela usa os tecidos para costurar



um vestido e vende o vestido por \$300, houve geração de valor. Evidentemente, este exemplo considera apenas agregação de valor através do trabalho, mas no caso da indústria a agregação pode ocorrer também através do maquinário produtivo, mão-de-obra especializada, escala e produtividade, e até através de marketing eficiente.

A informação contábil direcionada puramente por lucro já não é suficiente para melhor informar aqueles que desfrutam dela. Ênfase na geração de valor seria mais capaz decatalogar a realidade da empresa e seu desempenho, de modo a melhor deixar os interessados à par da situação que a firma se encontra (ASSAF & ARAÚJO, 2001, apud ASSAF, 2007). Isso retoma à questão da assimetria de informações discutida anteriormente, considerando o cenário em que os relatórios econômicos das empresas já não mais informam potenciais investidores e acionistas tão bem quanto poderiam.

Elabora que uma falha grave da metodologia contábil tradicional é que, em muitos casos, capital gasto pela empresa que melhor seria interpretado como investimento é tratado como despesas de exercício, abatidas dos lucros e valores de ativos. Determinados gastos desta sorte costumam exigir escala para serem ativamente competitivos. Cita como exemplo o P&D, principalmente no casos de empresas intensivas em tecnologia, e este também é um fator relevante para tentar elevar a capacidade da empresa em geração de valor.

Também fala da importância de “desconsiderar” ativos não lucrativos da empresa, tais como imóveis não utilizados, sendo ideal abatê-los dos ativos totais da empresa de modo a obter uma taxa de retorno de investimento que melhor condiz com a aplicação efetiva de capital. A mera existência de ativos, sem que participem na lucratividade ou produção/produtividade da empresa, pode atrapalhar uma interpretação objetiva de seus números.

Considerar a remuneração de executivos através de opções de compra é outro elemento que poderia ser adicionado à contabilidade tradicional, explica Assaf Neto (2007), uma vez que se trata de uma despesa, que compões o pacote de remuneração executiva, e que devem assim ser descontadas das receitas para apuração de resultados. Um adendo a ser feita é que este fator não só se trata de uma questão contábil do ponto de vista dos relatórios empresariais públicos – e assim retomando o debate sobre assimetria de informação entre aqueles do lado de dentro e do lado de fora da firma –, mas também trata-se de uma maneira de bonificação, ou incentivo, para os agentes da empresa, retomando também o quesito de governança.

Abaixo uma tabela constando algumas variáveis relevantes das empresas de capital aberto do setor alimentício dos anos 2016-2018. Os números destacados representam empresas cuja remuneração de capital de terceiros é maior do que a de capital próprio.

**TABELA 1.** Indicadores de empresas do setor alimentício de capital aberto, de 2016-2018

	7.01	7.05	7.08	7.08.01.04.01		7.08.02	7.08.03	7.08.04	7.08.04.03
2016	Receitas	Valor Adicionado Líquido Produzido	Distribuição de Valor Adicionado	Honorários da Administração	Participação dos Empregados nos Lucros	Impostos, Taxas e Contribuições	Remuneração de Capitais de Terceiros	Remuneração de Capitais Próprios	Lucros Retidos/Prejuízo do Período
Camil Alimentos S/A	5.499.370	1.278.283	1.345.896			496.530	246.960	201.531	44.807
CONSERVASS ODERICH SA	439.190	131.254	203.074			30.620	59.690	44.270	37.581
J. Macedo	1.802.028	460.288	619.129	8.792	12.959	152.916	218.319	69.341	69.341

## ANAIS

SA									
M. Dias Branco SA	6.140.841	2.236.195	2.441.602			649.835	198.610	471.304	296.154
Josapar-Joaquim Oliveira SA	1.253.889	304.545	385.094			136.215	130.999	35.851	21.951
Forno de Minas Alimento SA	311.729	132.736	147.240			41.522	33.733	23.121	
Minupar Participações SA	210.423	107.628	115.593			11.871	37.966	-13.332	13.320
JBS SA	173.249.948	29.898.694	34.408.913			2.264.585	12.078.832	565.085	144.208
Minerva SA	9.722.186	1.000.017	1.142.483			52.415 3.530.040	534.622	195.035	194.870
BRF SA	34.250.445	8.929.116	10.601.059			3.530.040	4.390.950	-2.114.506	-2.114.968
Marfrig SA	19.296.982	4.197.725	6.152.935			8.193	4.610.417	-632.767	-679.205
Excelsior SA	173.917	75.634	76.681			43.708	1.408	7.689	7.689
São Martinho SA	3.310.328	1.076.810	2.039.519	24.857		199.307	978.673	283.867	216.448
Biosev SA	7.501.805	1.522.697	1.594.134			531.773	1.057.268	-600.429	-600.429
Raízen Energia SA	12.913.566	4.236.999	5.571.485			1.169.461	1.368.250	170.000	1.193.031
Ambev SA	71.583.332	42.239.714	42.808.446			21.383.688	4.659.285	13.083.397	3.440.610

	7.01	7.05	7.08	7.08.01.04.01		7.08.02	7.08.03	7.08.04	7.08.04.03
2017	Receitas	Valor Adicionado Líquido Produzido	Distribuição de Valor Adicionado	Honorários da Administração	Participação dos Empregados nos Lucros	Impostos, Taxas e Contribuições	Remuneração de Capitais de Terceiros	Remuneração de Capitais Próprios	Lucros Retidos/Prejuízo do Período
Camil Alimentos S/A	5.274.499	1.206.279	1.311.100			496.111	209.676	250.665	185.665
CONSERVAS ODERICH SA	386.197	113.567	144.670			22.717	36.381	17.147	12.947
J. Macedo SA	1.705.877	447.952	491.450	8.935	930	203.505	87.419	29.233	29.233
M. Dias Branco SA	6.282.746	2.366.600	2.527.808			717.407	117.937	523.061	333.061
Josapar-Joaquim Oliveira SA	1.145.907	240.113	311.116			94.452	106.792	25.306	13.694
Forno de Minas Alimento SA									
Minupar Participações SA	200.927	69.993	95.952			9.674	33.215	-25.363	-25.339
JBS SA	165.281.079	32.053.576	34.020.717			4.574.709	8.994.595	1.025.469	661.075
Minerva SA	12.158.401	1.206.091	1.310.307			134.976	1.007.340	-280.683	-281.023
BRF SA	31.729.046	9.558.807	11.149.063			3.454.893	3.768.756	-966.765	-984.245
Marfrig SA	10.622.316	2.012.706	6.081.175			106.874	5.518.436	-445.237	-483.472
Excelsior SA	204.581	86.517	87.241			46.081	3.541	9.421	9.421
São Martinho SA	4.700.886	1.749.670	2.160.606	20.801		285.919	586.920	491.706	374.926
Biosev SA	7.704.053	1.107.238	1.154.189			18.447	1.716.410	-1.269.875	-1.269.875
Raízen Energia SA	15.926.821	1.107.238	4.799.282			1.223.181	642.794		642.807
Ambev SA	73.758.033	43.131.015	43.599.031			27.050.929	4.381.684	7.850.504	1.441.681

	7.01	7.05	7.08	7.08.01.04.01		7.08.02	7.08.03	7.08.04	7.08.04.03
2018	Receitas	Valor Adicionado Líquido Produzido	Distribuição de Valor Adicionado	Honorários da Administração	Participação dos Empregados nos Lucros	Impostos, Taxas e Contribuições	Remuneração de Capitais de Terceiros	Remuneração de Capitais Próprios	Lucros Retidos/Prejuízo do Período
Camil Alimentos S/A	5.318.594	1.194.231	1.395.548			418.447	244.492	362.387	297.387
CONSERVAS ODERICH	419.630	117.939	160.804			31.016	49.838	15.920	13.888

# ANAIS

SA									
J. Macedo SA	1.914.996	462.159	554.649	10.301	4.500	176.317	141.523	55.168	55.168
M. Dias Branco SA	7.041.202	2.550.547	2.782.236			814.234	232.217	385.413	246.413
Josapar-Joaquim Oliveira SA	1.172.531	249.616	316.504			87.250	102.044	30.296	24.124
Forno de Minas Alimento SA									
Minupar Participações SA	211.475	98.762	119.593			20.658	77.092	-67.027	-66.966
JBS SA	183.099.041	34.910.954	36.283.172			3.209.784	10.939.372	210.116	31.183
Minerva SA	16.058.321	34.066	120.024			-472.881	1.488.722	-1.264.782	-1.264.782
BRF SA	34.250.445	8.929.116	10.601.059			3.530.040	4.390.950	-2.114.506	-2.114.968
Marfrig SA	30.429.638	5.005.516	22.549.643			65.743	17.840.341	2.153.970	1.395.260
Excelsior SA	221.717	96.745	97.587			52.427	4.466	10.051	10.051
São Martinho SA	4.816.759	1.589.447	2.171.860	28.432		244.711	774.695	314.045	239.459
Biosev SA	6.947.185	1.714.741	1.841.882			388.755	1.996.934	-1.199.130	-1.199.130
Raízen Energia SA	24.320.056	4.392.513	5.304.912			1.549.642	1.721.037	512.435	473.022
Ambev SA	76.976.596	44.715.672	45.100.900			24.700.335	4.558.199	11.377.427	3.479.070

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

É útil analisar o VALP para determinar quanta riqueza a empresa foi capaz de gerar no ano, contudo, não basta observá-lo por si só. Como descrito anteriormente, ao julgar a geração de valor de uma empresa é preciso considerar o que foi necessário para que essa riqueza fosse gerada. Se duas empresas geraram a mesma riqueza em reais em determinado ano, mas uma delas o fez com menos gastos, essa é uma empresa mais eficiente e mais capaz de gerar valor. Isto deve ser considerado aos investidores no momento de comprarem ações. É sempre de seu interesse apostar na empresa que consegue produzir mais utilizando menos, para garantir que seu dinheiro dê-lhe o maior retorno disponível no momento no mercado. Pelo ponto de vistas das empresas, é preciso uma avaliação interna caso notem que uma concorrente é capaz de produzir o mesmo gastando menos, pois trata-se de uma perda tanto de produtividade quanto de competitividade, que pode ser danosa ao longo prazo. Se há uma empresa que é capaz de fazê-lo, devem descobrir por que ela não é.

Isso aborda a governança de empresas para dirigentes e funcionários. Quando a remuneração de um diretor ou funcionário não se limita a um salário fixo, mas também a uma variável sujeita ao desempenho da empresa em um todo, pressupõe-se que haja um maior incentivo por suas partes, dado que os interesses de desempenho da empresa passem a se tornar seus interesses particulares, em contraste com um cenário em que a mesma quantia de salário seja depositada mensalmente independentemente de como a empresa se saiu. É possível que mais empresas empreguem dinâmicas semelhantes, com tais recompensações listadas na subcategoria “outros” de gastos com pessoal, mas mesmo em tal cenário, seriam poucas as empresas do setor alimentício que operam assim.

A partir da remuneração de capitais, é possível dimensionar a estrutura de capital das empresas. Dos fatores importantes sobre a remuneração de capitais é o risco e o custo de oportunidade. No caso de capitais de terceiros, há o risco de inadimplência, seja por perda de capacidade de pagamento ou por falência da empresa tomadora. Há também o custo de oportunidade considerando que o capital disponível para empréstimo é limitado, significado que cada real emprestado a determinado tomador é um real que deixa de ser emprestado a outro,

possivelmente melhor pagador. Nota-se que, quando mais uma empresa se endivida, mais ela aumenta seu risco de inadimplência, o que tende a elevar o valor cobrado por credores.

A expectativa de remuneração para capital próprio possui certas diferenças, e possui, por natureza, maior risco. Para credores, sua remuneração depende do desempenho da empresa tomadora apenas na dimensão de que terá que gerar capital para pagar suas obrigações e, ainda assim, pode exigir garantias. Para acionistas, a remuneração depende exclusivamente do sucesso da empresa, destarte tendo maior risco, fazendo acionistas exigirem maior retorno em contrapartida. A remuneração mínima do capital próprio deve compensar a taxa de remuneração do capital livre de risco, a remuneração do mercado, e o risco sistemático, i.e., custo de oportunidade e risco. (ASSAF, 2007)

A remuneração sobre capital próprio se dá, principalmente, nas formas de juros sobre capital próprio e de dividendos. Existem vantagens tributárias em remunerar seus acionistas nas formas de juros sobre capitais próprios em vez de por meio de dividendos, ou através de uma combinação dos dois. Observa-se ademais que algumas empresas ao longo desses anos apresentaram remuneração sobre capital próprio negativa, o que pode ser lido como acionistas cobrindo um fracasso no desempenho econômico na empresa, visto que todas essas empresas nas oportunidades em questão apresentaram “lucro retido negativo”, i.e., prejuízo no ano.

É importante pontuar que empresas que se financiam com capital de terceiros podem ter benefícios fiscais dependendo do método de tributação. Como o pagamento de juros é uma despesa, no fechamento fiscal, o valor pago deduz dos lucros que, no caso de empresas tributadas pelo lucro real, é a base de cálculo sobre a qual se aplica a alíquota. Logo, a taxa de juros não é necessariamente o custo do capital (ASSAF, 2007).

Faz sentido imaginar que empresas que se financiam através de capital próprio apresentem maior retenção de lucros, de modo a manterem capital para se financiarem no período seguinte. Isto indica uma corroboração dos relatórios financeiros empresariais sobre o conceito anteriormente revisado de que empresas cuja estrutura de capital concentre-se em financiar-se usando menos capital de terceiros exibam maior retenção de seus lucros.

Das dezesseis empresas listadas na B<sup>3</sup> como companhias do setor alimentício, doze constam na lista das mil maiores empresas de 2018 da revista Valor, seis delas entre as cem maiores (com uma ressalva). A JBS, melhor colocada entre as empresas deste trabalho e segunda melhor no ranking total, é a maior receita das doze com uma margem substancial – mais de três vezes a receita líquida da segunda melhor. Apresentou uma variação considerável da receita em relação ao último ano (11,3%), mas com uma variação negativa no lucro líquido de 79,5%. A Ambev aparece em seguida, em nono lugar entre as mil totais, apesar de ter uma variação da receita líquida inferior à da JBS (4,9%), apresentou variação dos lucros líquidos bem superior (44,9%), mas chama atenção mesmo é no percentual geral de endividamento (63,6%), muito menor do que o das outras que constam entre as cem primeiras (JBS 308,4%; BRF 462,7%; Marfrig 560,7%), considerando a indisponibilidade da variável para a empresa Minerva Foods. A BRF apresentou uma variação da receita líquida ligeiramente superior à da Ambev (6,6%), mas com uma variação do lucro líquido acentuada de 306,5% negativos.

Devido às diferentes interpretações que podem se atribuir ao conceito e “nível de endividamento geral”, ressalta-se que a metodologia da revista Valor para o cálculo deste índice é a relação existente no fim do exercício entre o total do endividamento, ou passível exigível, com o patrimônio líquido, percentualmente.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir dos dados coletados, não se observa uma conexão direta entre a estrutura de capital, apurado pela remuneração, e o valor adicionado líquido produtivo. Nota-se por meio da comparação entre o valor adicionado líquido produzido em relação à receita, e não localiza-se um desempenho melhor por parte de empresas com determinada estrutura de capital ao longo dos anos, de modo que tanto empresas com maior remuneração de terceiros e capital próprio podem apresentar VALPs maiores ou menores em relação à receita. Isso não significa que o financiamento de uma empresa é irrelevante para a geração de valor, mas não é o único fator. Decisões administrativas, posicionamento de mercado, governança, investimentos (e como são feitos), além de elementos macroeconômicos podem impactar o desempenho de uma empresa, inclusive em sua capacidade de agradecer valor.

É importante para o funcionamento e a evolução das empresas sua capacidade de acesso a crédito, de modo que este representa um instrumento tanto para a viabilização de investimentos quanto de reestruturação de capital. Há ponderações a serem feitas em uma base de caso-a-caso sobre a melhor alternativa ser o uso de recursos internos ou contratação de recursos externos, mas para que sequer haja a possibilidade de escolha, é preciso que a empresa seja elegível para acessar o mercado de crédito externo, questão que leva em conta seu desempenho, assimetria de informações, e a verdadeira saúde de suas finanças.

A comparação entre empresas cujas ações são comercializadas publicamente e empresas cujas ações são restritas a um seleto grupo de proprietários foi apontada como relevante tanto para a governança corporativa quanto acesso a crédito externo. A estrutura empresarial permite diferentes propostas de incentivos e de contratações de executivos, e os diferentes avaliadores de desempenho e publicação de informações relevantes influenciam na disposição do mercado de créditos a aceitar trabalhar com determinadas empresas.

A análise dos demonstrativos financeiros permitiram uma melhor avaliação da capacidade de criação de valor das empresas alimentícias ao longo do intervalo de tempo estudado, de modo a possibilitar a observação das empresas que mais agregam entre os insumos iniciais e o produto final. Também foi possível visualizar a evolução da remuneração de capitais, tanto próprios quanto de terceiros, e modo a permitir ter uma dimensão da composição de suas dívidas. Além disso, e não menos importante, foi possibilitado o cálculo de retorno relativo à receita do capital próprio. Considerando ser uma maneira importante de como os investidores obtêm retornos e ganhos através de seus investimentos em ações, trata-se de um elemento relevante na economia empresarial.

No geral, as condições internas e externas relativas a uma empresa são considerações fundamentais a serem feitas para o andamento de uma corporação, demandando o bem-estar de diferentes elementos para que haja melhorias. O bom desempenho das empresas tende a acarretar em ganhos para as mais diversas categorias de pessoas, na posição de investidores ou funcionários.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. **Editora Atlas**, 3ª edição, 2007

ASSEF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. Editora Atlas, 3ª edição, 2007

BRANCO, L., SALGADO, E. Reforma Tributária: 1.958 horas por ano para pagar impostos. **O Globo**, São Paulo, 08 de set. de 2019. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/reforma-tributaria-1958-horas-por-ano-para-pagar-impostos-23934591>>. Acesso em: 26 de set. de 2019

CASAGRANDE, E.E. Abordagens das decisões de investir e financiar revisitadas: em buscado papel da ação empresarial na interdependência das decisões. **Cuyonomics, Investigaciones em Economía Regional**, p. 65-67, n. 2, 2018

COSTA, F.H.; SILVA, M.R.V.; SAMPAIO, R.M.A.; TAVARES, A.L. Análise da Criação de valor por meio do EVA e o retorno das ações das companhias Real Estate no Brasil, 2017 Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/316355699\\_Analise\\_da\\_criacao\\_de\\_valor\\_por\\_meio\\_do\\_eva\\_e\\_o\\_retorno\\_das\\_acoes\\_das\\_companhias\\_real\\_estate\\_no\\_brasil/fulltext/5a2a2ac4a6fdccfbf81adaa/316355699\\_Analise\\_da\\_criacao\\_de\\_valor\\_por\\_meio\\_do\\_eva\\_e\\_o\\_retorno\\_das\\_acoes\\_das\\_companhias\\_real\\_estate\\_no\\_brasil.pdf](https://www.researchgate.net/publication/316355699_Analise_da_criacao_de_valor_por_meio_do_eva_e_o_retorno_das_acoes_das_companhias_real_estate_no_brasil/fulltext/5a2a2ac4a6fdccfbf81adaa/316355699_Analise_da_criacao_de_valor_por_meio_do_eva_e_o_retorno_das_acoes_das_companhias_real_estate_no_brasil.pdf)>. Acesso em: 26 Abr 2019

DUDLEY, E. Capital Structure and Large Investment Projects. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 1168-1192, 2012

FARINA, E. Challenges for Brazil's Food Industry in the Contest of Globalization and Mercosur Consolidation. **Elsevier Science Inc**. 2001

FAZZARI, S., HUBBARD, G.; PETERSEN, B. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, No.1, pp.141-95, 1988

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. da.; HIRATUKA, C. A relação entre governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, 2016.

LAISENS, G.; TELES, C. D.; MULLER, C. J. Avaliação dos custos logísticos em empresas do setor alimentício. **Estudos tecnológicos**, v. 3, n. 2:83-91, 2007

MOTA, R.H.G.; VIEIRA JÚNIOR, R.V.; TAVARES, A.L.; CÂMARA, R.P.B. Avaliação da capacidade de geração de valor econômico: um estudo das empresas do setor agrícola com ações listadas na BM&F Bovespa. **Custos e agronegócios on line**. v.9, n.4,p. 19-39, out-dez, 2013. Disponível em: <http://www.custoseagronegocioonline.com.br/> Acesso em: 31 Mar 2019

RODRIGUES, A.A.D.O.N.; FERREIRA, R.C.L.; MANTOVANI, T.B.; KRAUTER, E. Uma Comparação da Qualidade da Informação Contábil Entre as Empresas de Capital Misto e as de Controle Privado no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Vol. 1, No 6, 2016



# ANAIS

SCHULZE, W.S.; LUBATKIN, M.H.; DINO, R.N.; BUCHOHOLTZ, A.K. Relationships in family firms: theory and evidence. **Organization Science**, vol.12, n.2, p. 99-116, março-abril, 2001.

SOARES, I.; MOREIRA, J.; PINHO, C.; COUTO, J. Decisões de Investimento – Análise Financeira de Projetos. **Edições Sílabos, Ltda**, 4ª Edição, 2015

SONZA, I., KLOECKNER, G. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? 2014

**Valor 1000 – 1000 Maiores Empresas: e as campeãs em 25 setores e 5 regiões.**  
Disponível em:

<<https://www.valor.com.br/valor1000/2019>> Acesso em 29 de out. de 2019

Calculadora do cidadão: Correção de valores. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAOPublico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores&aba=1>> Acesso em: 05 de dez. de 2019

Ocupação na agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e agricultura. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/5434>> Acesso em: 10 de nov. de 2019

Rendimento médio real do trabalho principal. Disponível em <<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/5438>> Acesso em: 10 de nov. de 2019

Segmentos na listagem. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)> Acesso em: 05 de dez. de 2019

Taxa de desocupação. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/tabela/4095>> Acesso em: 10 de nov. de 2019