

# FATORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA QUE IMPACTAM A PRODUÇÃO DE VALOR ADICIONADO NAS EMPRESAS DOS SETORES VAREJISTA E ATACADISTA BRASILEIRO

**Mariana Avila de Paiva Marques**

**Resumo:** O objetivo deste trabalho foi estudar a agregação de valor em empresas e posteriormente, identificar de que modo os fatores de Governança Corporativa afetam a agregação de valor em empresas do setor varejista e atacadista brasileiro. A pesquisa foi realizada através de uma análise descritiva, na qual foram analisadas 45 empresas de capital aberto entre os anos de 2011 e 2016. Aplicou-se o método de regressão com dados em painel, com a finalidade de escolher entre os três principais modelos: Pooled, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, o que fosse mais adequado para demonstrar se e de que forma as práticas de Governança Corporativa afetam na agregação de valor das empresas. Os resultados encontrados demonstram que há uma correlação negativa significativa entre *disclosure* e valor adicionado, ou seja, que no setor estudado, dentro do período de tempo abrangido, quanto mais a empresa investe em posturas de transparência e evidenciação, menos ela gera valor adicionado.

**Palavras-chave:** Valor adicionado, dados em painel, governança corporativa

**Abstract:** The objective of this study was to study the value aggregation in companies and later to identify how the Corporate Governance factors affect value aggregation in companies of the Brazilian retail and wholesale sector. The research was done through a descriptive analysis, in which 45 publicly traded companies were analyzed between the years 2011 and 2016. The regression method was applied with panel data, in order to choose between the three main models: Pooled, Fixed Effects and Random Effects, whichever is more appropriate to demonstrate if and how Corporate Governance practices affect the aggregation of corporate value. The results show that there is a strong negative correlation between disclosure and value added, what means that in the sector studied, within the time period covered, the more the company invests in transparency and disclosure postures, the less it generates added value.

**Keywords:** Value added, panel data, corporate governance

## 1. INTRODUÇÃO

Este trabalho consistiu no estudo da agregação de valor em empresas e posteriormente, na identificação do modo como os fatores de Governança Corporativa afetam a agregação de valor nessas empresas dos setores varejista e atacadista brasileiro, de capital nacional ou estrangeiro, públicas ou privadas, que contribuem para a geração de valor adicionado nas mesmas. Teve como objetivos específicos identificar os fatores que afetam os setores varejista e atacadista, conhecer estratégias dos setores quanto a agregação de valor, compor uma base de dados com informações do setor e identificar fatores de excelência empresarial.

O Valor adicionado ou valor agregado (*Economic Value Added*) é, em uma empresa, a contribuição adicional para a fabricação de produtos ou prestação de serviços, advindos de recursos, atividades ou processos. Uma empresa cria valor quando oferece uma remuneração acima da expectativa aos acionistas e credores. Em uma empresa, o valor agregado é uma melhor medida de desempenho de sucesso que o lucro, porque representa uma visão de longo prazo e nem todas as ações que aumentam o lucro, criam valor aos acionistas. Percebe-se assim uma correlação entre o preço de mercado de uma empresa e valor agregado (ASSAF NETO, 2008).

De acordo com dados da Pesquisa Anual de Comércio do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística de 2014, o Brasil possui 1.297.812 empresas de comércio varejista, o que representa mais de 6 vezes o número de comércio por atacado (IBGE, 2014).

Mesmo com a crise dos anos de 2015 e 2016 com a queda do PIB, na qual o setor foi atingido (pois o poder de consumo das famílias diminuiu, o desemprego e a inflação aumentaram e houve uma menor oferta de crédito), há previsão de alta no setor, já que em 2017 o cenário começou a mudar. Esse é o primeiro crescimento anual de vendas em 4 anos, desde 2013 (SARAIVA, 2017).

A projeção das vendas do varejo ampliado, que inclui veículos e materiais de construção foi revisada e aumentada, em novembro de 2017, de 1,8% para 2,2% pela Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo (CNC, 2017).

Já o segmento atacadista distribuidor cresceu 0,7% em termos reais ao longo de 2017, atingindo faturamento de R\$ 259,8 bilhões, conforme levantamento da Associação Brasileira de Atacadistas e Distribuidores (Abad). Com esse faturamento, o setor manteve participação superior a 50% no total do mercado de produtos como alimentos, bebidas, higiene e limpeza. Para 2018, a entidade projeta um ritmo de crescimento mais elevado, entre 2% e 3%. O

segmento atacadista é responsável por atender a maior parte dos pequenos varejistas. A Abad afirma que responde por 95% do abastecimento dos pequenos mercados, os que têm até quatro caixas, além de 85% do abastecimento de bares e 45% do que é fornecido ao varejo farmacêutico e de cosméticos (SOUSA, 2018).

A intenção de compras das famílias (ICF) tem aumentado devido a uma combinação de fatores como menor custo de crédito, inflação menos pressionada e sinais de melhora no mercado de trabalho, de acordo com dados da Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo (SARAIVA, 2017).

“Pesquisas demonstram que as empresas estão utilizando combinações estratégicas e inovadoras de ativos tangíveis e ativos intangíveis, e que a geração de riqueza nas empresas está cada vez mais relacionada aos ativos intangíveis.” (PEREZ; FAMÁ, 2015).

Conforme Kaayo et al. (2006), a grande valorização das empresas nos últimos anos tem sido associada ao fato de estas possuírem recursos que lhes garantem vantagens competitivas no longo prazo. Esses recursos são ativos intangíveis, que auxiliam a empresa a alcançar retornos acima da média e, assim, a criar e sustentar seu valor econômico. Um pleno conhecimento das características da empresa, no que se refere aos seus ativos intangíveis, pode contribuir sobremaneira para a adoção de estratégias que visem maximizar o seu valor econômico.

Por isso, justifica-se a necessidade de estudar as estratégias que podem influenciar esse setor.

## **2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

### **2.1 Criação de valor**

De acordo com Assaf Neto (2008), uma empresa é considerada criadora de valor, quando oferece aos seus acionistas e credores, uma remuneração acima da expectativa mínima. Se a remuneração for no limite das expectativas mínimas de retorno, a empresa não agrega valor algum, ou seja, seu valor de mercado é igual ao valor de reposição de seus ativos.

O objetivo das empresas é criar valor aos acionistas, maximizando a riqueza. Porém, existe uma diferença entre criar valor e criar riqueza; o valor pode ser identificado nos relatórios da empresa e é consequência de estratégias adotadas, enquanto a riqueza refere-se ao valor de mercado formado com base nas expectativas dos investidores em ações. O valor agregado é incorporado pelo mercado na avaliação das ações, gerando riqueza aos acionistas.

O principal indicador de agregação de riqueza é a criação de valor econômico mediante a adoção eficiente de estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras (ASSAF NETO, 2008).

O valor econômico de uma empresa é resultado da soma dos seus ativos tangíveis e intangíveis. A grande valorização de empresas que se utilizam intensamente dos ativos intangíveis tem mostrado a crescente importância desses ativos na manutenção de suas vantagens competitivas e, conseqüentemente, dos seus valores econômicos. Esse ponto de vista é consistente com a Visão Baseada em Recursos (*Resource-based view*). A influência relativa dos ativos intangíveis sobre o valor das empresas pode variar por diversas razões: em função do setor de atividade, do ciclo de vida do produto e da empresa, da missão das empresas, entre outras (KAYO; KIMURA; MARTIN; NAKAMURA, 2006).

As capacidades diferenciadoras são estratégias adotadas pelas empresas que permitem que elas atuem com um nível de diferenciação em relação a seus concorrentes, assumindo vantagem competitiva e adicionando valor a seus proprietários. Seu objetivo é permitir que a empresa tenha um retorno que exceda o custo de oportunidade do capital investido, elevando seu preço de mercado. A habilidade de harmonizar interesses de consumidores, funcionários, credores e acionistas representa uma vantagem competitiva direcionadora de valor (ASSAF NETO, 2008).

As estratégias financeiras são identificadas em três dimensões: operacionais, financiamento e investimento; e ao se implementar uma combinação dessas, tem-se sucesso na criação de valor pelas empresas. Nem todas as decisões que elevam o lucro da empresa são capazes de criar valor a seus acionistas (ASSAF NETO, 2008).

De acordo com Kayo et al. (2006) ao se falar em valor econômico de uma empresa, deve-se levar em conta seu valor intrínseco e seu valor de mercado.

Segundo Sharpe, Alexander e Bailey (1995) apud Kayo et al. (2006) “O valor intrínseco de uma empresa é baseado no fluxo de caixa que um investidor espera receber no futuro. Portanto, por essa perspectiva, o método mais apropriado para se valorar uma empresa é o fluxo de caixa descontado [...]”

O valor de mercado da empresa, por sua vez, depende do preço das ações negociado em Bolsa de Valores. Portanto o valor de mercado só pode ser definido para as empresas de capital aberto, com ações negociadas em Bolsa. O valor de mercado das ações somado ao valor de mercado das dívidas financeiras resulta no valor de mercado total da empresa (KAYO; KIMURA; MARTIN; NAKAMURA, 2006).

Há evidências no mercado da forte correlação entre o valor econômico agregado e o preço de mercado da empresa, já que aumentando o valor agregado, a administração da empresa promove um aumento na riqueza de seus acionistas, tornando o investimento cada vez mais atraente (ASSAF NETO, 2008).

## 2.2 Medidas de valor adicionado

A gestão baseada em valor é um sistema gerencial voltado para a criação de valor para o acionista, no qual todos os custos incorridos são considerados, inclusive o custo de remuneração do capital. Neste modelo, a empresa cria valor sempre que apresenta retornos econômicos superiores aos seus custos totais, indicando geração de valor adicionado (KRAUTER, 2006).

Segundo Medeiros (2002):

A análise do resultado econômico das empresas permite verificar se, ao final, elas criaram (ou destruíram) valor. Portanto, a performance das empresas é avaliada sob os conceitos de criação de valor ao acionista, EVA e MVA — sistemas de mensuração financeira que possibilitam analisar o resultado, os recursos aplicados e a estrutura de capitais. Essa implicação obriga as organizações a reverem seus portfólios, suas estruturas (macro e microambientais) e seus core competences & business para nortear suas ações na busca do valor.

O *Economic Value Added (EVA)* é uma medida direcionadora de valor, que vê se a empresa está criando ou destruindo valor, observada no desempenho operacional da mesma e é um indicador da remuneração que excede o retorno mínimo exigido por acionistas e credores. É importante pois relaciona o custo de oportunidade do capital ao investimento realizado, destacando-se a eficácia da administração da empresa. Pode ser calculado de duas maneiras: subtraindo o custo total de capital ( $WACC \times \text{investimento}$ ) do lucro operacional (líquido do IR) ou multiplicando  $(ROI - WACC)$  pelo investimento (ASSAF NETO, 2008).

Já o *Market Value Added (MVA)*, representa o quanto a empresa vale adicionalmente ao que se gastaria para repor todos os seus ativos a preço de mercado e pode ser apurado pela diferença entre o valor total de mercado da empresa e o investimento total feito por acionistas e credores. MVA e *Goodwill* as vezes são tratados como sinônimos, porém, o *Goodwill* destaca o valor da empresa em excesso ao preço de reposição dos ativos e o MVA considera o valor de capital investido no negócio. Para comparar o desempenho de diferentes empresas utilizando o MVA, pode-se utilizar a relação do MVA com o investimento total em determinado momento ou utilizar o Q de Tobin, que se for maior que um, mostra que o valor de mercado excede ao preço de reposição dos ativos, ou seja, representa criação de valor para os acionistas e capacidade de produzir remuneração acima das expectativas de retorno dos proprietários (ASSAF NETO, 2008).

Segundo a Economist (1997) apud Medeiros (2002), essas duas medidas capturam as estimativas de mercado quanto às perspectivas de crescimento da empresa, no que diz respeito ao desempenho histórico da mesma. Stewart (1991) apud Medeiros (2002) demonstra que

existe uma forte correlação entre as medidas EVA e MVA, ou seja, se os administradores melhorarem o EVA, o MVA da empresa terá mais chances de melhorar também.

Embora essas medidas sejam úteis como indicadores de desempenho, elas podem ser mais do que isso, podendo ser utilizadas como ferramentas de administração empresarial ou para colocar em primeiro lugar os interesses dos proprietários (MEDEIROS, 2002).

Assaf Neto (2008), conclui que deve-se avaliar a medida do valor econômico agregado a curto e longo prazo, pois é comum que empresas em fase de crescimento ou em reestruturação, apresentem EVA negativos no presente e resultados econômicos positivos no futuro. E também que a administração das empresas devem se preocupar em adotar estratégias que promovam melhores EVA futuros. É fundamental que todo pessoal tenha conhecimento sobre as medidas de desempenho se deseja-se implantar uma gestão baseada em valor e que a empresa reconheça claramente suas estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras, de maneira a atingir o objetivo de maximizar a riqueza de seus proprietários.

### **2.3 Demonstração do valor adicionado**

De acordo com Cunha, Ribeiro e Santos (2005), os indicadores retirados da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) são um excelente avaliador da distribuição da riqueza. Essa demonstração surgiu pela falta de informações, para a sociedade no geral poder analisar e avaliar as vantagens e desvantagens de determinadas entidades e também pela maior cobrança de responsabilidade social por parte das empresas. Em grande parte dos países da África e da Índia, essa demonstração é considerada tão importante, que para uma empresa se instalar em seu território é preciso apresentá-la, para avaliar quanta riqueza essa empresa é capaz de gerar no país. A primeira empresa brasileira a divulgar a DVA foi a Mappin Lojas de Departamentos S/A, controlada pela companhia de capital aberto Casa Anglo Brasileira S/A, no ano de 1994. (CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005)

A DVA relata essa parcela do resultado e a maneira como a riqueza é distribuída entre empregados, governo, financiadores e acionistas. Os dados para a elaboração dessa demonstração são extraídos da DRE (Demonstração do Resultado do Exercício), mas as duas possuem finalidades diferentes (MACHADO et al., 2009).

A Demonstração do Resultado do Exercício e a Demonstração do Valor Adicionado são demonstrações que se complementam, mas possuem enfoques diferentes. Enquanto a DRE trata itens como salário, por exemplo, como despesa, a DVA trata esses itens como a parcela que os beneficiários da riqueza recebem. Ou seja, a DRE está mais focada em apurar e

divulgar lucros e não em analisar a contribuição dos agentes econômicos na geração da riqueza . (CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005).

É importante ressaltar que a DVA não substitui a DRE, pois para se ter uma visão efetiva socioeconômica da organização, deve haver complementariedade entre as duas demonstrações contábeis (COSENZA, 2003).

Essa demonstração também é importante para os trabalhadores avaliarem a riqueza que a empresa produziu e assim poder lutar por aumentos salariais e incentivos. O número de companhias que elaboram a DVA têm aumentado, devido aos esforços das associações de trabalhadores que a veem como uma base para determinar salários e remunerações. No período de 1999 a 2003, o ramo que detém o maior valor agregado distribuído por funcionário (que é obtido dividindo-se o valor distribuído para pessoal e encargos, pelo número médio de empregados) é o de serviços, e em segundo lugar a indústria (CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005).

A DVA é fácil de ser lida e interpretada, e através dela é possível perceber como a riqueza criada foi distribuída aos agentes e qual deles ficou com a maior parte, o que permite analisar quais são os agentes que mais colaboram com a criação da riqueza. No entanto, ela ainda precisa se adaptar à algumas necessidades dos usuários, como ser calculada por estados e regiões onde as empresas atuam, de forma descentralizada (CUNHA; RIBEIRO; SANTOS, 2005).

Agora, com a Lei nº 11.638/2007, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) se tornam demonstrações contábeis obrigatórias para as sociedades anônimas abertas (BRASIL, 2007).

De acordo com Barros et al. (2012), a DVA é a melhor maneira de auxiliar na medição, capacidade de geração e distribuição de riqueza de uma empresa, e aquelas que divulgam o DVA mesmo sem ser obrigadas, uma possível causa é a sua preocupação com a responsabilidade social. Essa demonstração tem função social e é uma forma de conhecer a parcela da empresa na criação de riqueza do País.

## **2.4 Lucro x Valor Econômico Agregado**

A melhor medida de desempenho de uma empresa, de acordo com a literatura, é o valor e não o lucro, por ele ser uma visão de longo prazo, vinculada à continuidade do empreendimento, indicando o poder de ganho e a viabilidade do negócio. A sustentação de uma empresa no futuro se dará se a mesma for capaz de criar valor para seus proprietários

através da concepção inteligente de um negócio (ASSAF NETO, 2008).

O lucro é tido, para Guerreiro (1991), como a quantia máxima que a empresa pode distribuir como dividendos e continuar ao final do período como estava no começo, ou seja, manter o capital intacto em termos do valor descontado do fluxo de recebimentos líquidos futuros. Ou ainda, pode ser entendido como a quantia máxima que o proprietário pode retirar para consumo e ainda manter o capital da empresa intacto. O lucro é a melhor medida de sucesso da administração de uma entidade. Um dos problemas da mensuração do lucro vem da vontade ou necessidade de atribuir o lucro a curtos períodos de tempo. Pode-se dizer que o lucro é o ganho pela totalidade das operações, desde a compra de matéria prima até a venda do produto acabado. O contrário do lucro é o prejuízo. Em um ambiente inflacionário, a apuração do lucro deve contemplar a correção dos valores do patrimônio líquido inicial e das transações do período para a moeda da data da apuração do resultado. O ativo possui um único valor num determinado momento de tempo, já o passivo é ajustado ao valor presente, é descontada a taxa de custo de oportunidade da empresa.

O investidor, um dos usuários mais importantes da informação contábil, não está preocupado com quanto foi seu investimento e sim com quanto vale seu capital. As decisões desse investidor são guiadas pelos lucros proporcionados pelos investimentos existentes, ou seja, o investimento mais atrativo é aquele que oferece o maior valor presente dos futuros recebimentos por unidade monetária investida, descontado a taxa de juros. Um conceito relevante de lucro para a avaliação do sucesso de investimento e desempenho do administrador é o incremento do valor presente da entidade (GUERREIRO, 1991).

Conforme afirma Assaf Neto (2008), criação de valor é quando o preço de mercado da empresa se valorizar em decorrência da capacidade da mesma em remunerar o custo de oportunidade de seus proprietários, que é apurado pela comparação do retorno da melhor alternativa de investimento, que é rejeitada, aceitando-se outra de risco equivalente. Há criação de valor ao acionista quando as receitas operacionais superarem os custos e despesas incorridos, inclusive o custo de oportunidade. Uma empresa destrói valor quando o montante do resultado não cobre o custo de oportunidade do capital investido, ou seja, o retorno não é capaz de remunerar o risco assumido pelo acionista, mesmo tendo apurado lucro contábil.

O lucro contábil pode não denotar a criação ou destruição de valor nas empresas ao considerar itens transitórios como resultados não operacionais e desconsiderar o custo do capital próprio. O Valor Econômico Agregado ao envolver a remuneração exigida por todos os proprietários de capital constitui um importante instrumento decisório (CRUZ; COLAUTO; LAMOUNIER, 2009).

## **2.5 Governança Corporativa**

Governança corporativa é definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (1999) como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As empresas que adotam essa prática apresentam quatro aspectos: transparência na divulgação de assuntos que sejam de interesse dos investidores (*disclosure*), prática de prestação de contas por parte dos gestores (*accountability*), equidade de direitos entre acionistas minoritários e majoritários (*fairness*) e responsabilidade corporativa objetivando a longevidade da organização (*compliance*).

A B3 criou no ano 2000, níveis de governança corporativa diferenciados para classificar as empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa, que são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As empresas que estão inseridas nesses níveis devem exercer contratualmente, práticas de gestão que estejam ligadas aos quatro aspectos que foram apresentados anteriormente. A adesão e mudança de nível são de opção da companhia, ou seja, não são obrigatórias (BARROS, ISIDORO, CATAPAN E SCHERER, 2012).

Uma pesquisa realizada por Barros et al (2012) apresentou o seguinte resultado: o valor adicionado mostrou-se relevante nas empresas que estão inseridas nos níveis diferenciados de governança corporativa. Isso pode se dar devido ao fato de que elas se comprometem com a Bovespa de implementar medidas que proporcionem transparência, dispersão do controle acionário, entre outras práticas, que podem indicar ao mercado sinalização positiva na condução da administração dessas companhias. Ou seja, as práticas de governança corporativa podem ser um fator explicativo da relevância da informação contábil.

## **3. METODOLOGIA**

### **3.1 Classificação da pesquisa**

Esse estudo se classifica em relação a metodologia como uma pesquisa descritiva. Segundo Silva e Menezes (2005), esse tipo de pesquisa visa fazer um levantamento através de ferramentas de coletas de dados, a fim de conseguir descrever com riqueza em detalhes características de determinado objeto de estudo.

De acordo com Perovano (2014), uma pesquisa descritiva visa à identificação, registro e análise das características, fatores ou variáveis que se relacionam com o fenômeno ou processo. Esse tipo de pesquisa pode ser entendida como um estudo de caso onde, após a coleta de dados, é realizada uma análise das relações entre as variáveis para uma posterior determinação do efeitos resultantes em uma empresa, sistema de produção ou produto.

Após o estudo através de artigos e livros sobre o tema, foram coletados dados dos setores varejista e atacadista no Brasil compreendidos entre 2011 e 2016 através da ferramenta Economática.

O Economática consiste num banco de dados que permite com flexibilidade, a análise de balanços, indicadores fundamentalistas, cotações, notícias e gráficos das principais empresas de capital aberto negociadas no mercado acionário brasileiro e dos Estados Unidos. Além de informações atualizadas das empresas, também possibilita a análise e o acompanhamento dos principais índices de preços, taxas de juros, câmbio e índices das principais bolsas de valores do mundo. Por sua flexibilidade e precisão, é considerada a mais importante ferramenta de análise do mercado acionário, largamente utilizada por analistas, investidores e pela comunidade acadêmica. (KORBES, 2014)

Os dados coletados foram tratados estatisticamente através de métodos apropriados, para o estudo das variáveis e, posteriormente, foi feita uma análise dessas variáveis e como elas afetam os setores.

Para Lakatos e Marconi (2001), uma variável pode ser considerada como uma classificação ou medida, ou seja, um conceito operacional que apresenta valores, passível de mensuração.

### **3.2 Fontes de dados e método estatístico**

Foram coletadas informações financeiras de 45 empresas de capital aberto dos setores, relativas aos exercícios sociais de 2011 até 2016. Os dados foram obtidos no banco de dados Economática, nos Demonstrativos Financeiros produzidos pelas empresas pesquisadas e em revistas especializadas em temática financeira.

Após coletados, os dados foram tratados estatisticamente e foram regredidos em modelos econométricos de dados em painel: *Pooled* Painel, Painel com efeitos aleatórios e painel com efeitos fixos.

Os dados em painel permitem observar as mesmas unidades de cortes individuais ou transversais em vários períodos de tempo, além de permitirem que seja estudada uma amostra

grande e modelos comportamentais mais complicados, gerando dados mais informativos, mais variabilidade e menos colinearidade. (GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C., 2011)

As regressões usaram o modelo estatístico básico, apresentados na Equação 1. A composição das variáveis é mostrada na Figura 1.

$$VAAT_{it} = \beta_0 + \beta_1 LUCRAT_{it} + \beta_2 CRESVEN_{it} + \beta_3 BENFISC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 COMP_{it} + \beta_7 DISC_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

| Variável              | Fórmula                                      |
|-----------------------|----------------------------------------------|
| VAAT <sub>it</sub>    | Valor Adicionado / Ativo Total               |
| LUCRAT <sub>it</sub>  | EBTDA/ATIVO TOTAL                            |
| CRESVEN <sub>it</sub> | $(Fat_t - Fat_{t-1} / Fat_{t-1}) \times 100$ |
| BENFISC <sub>it</sub> | Depreciações + Amortizações / Ativo Total    |
| TAM <sub>it</sub>     | Ln(Receita Operacional Líquida)              |
| TANG <sub>it</sub>    | Ativo Imobilizado/Ativo Total                |
| DISC <sub>it</sub>    | Disclosure - Variável dummy                  |
| COMP <sub>it</sub>    | Compliance - Variável dummy                  |
| $\mu_{it}$            | Termo de erro aleatório                      |

Figura 2: Composição das variáveis usadas nos modelos econométricos

Fonte: Resultados da pesquisa

#### 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

A Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, que foram calculadas após a coleta dos dados, para a elaboração das modelagens econométricas. As variáveis apresentadas são respectivamente: Lucratividade (LUCRAT), Crescimento de Vendas (CRESVEN), Benefícios Fiscais (BENFISC), Tamanho (TAM) e Tangibilidade (TANG).

Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes

| <b>Variável</b> | <b>LUCRAT</b> | <b>CRESVEN</b> | <b>BENFISC</b> | <b>TAM</b> | <b>TANG</b> |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|------------|-------------|
| Média           | -0,094357     | 17,14159       | 0,024431       | 14,24412   | 0,1705318   |
| Desvio Padrão   | 0,069874      | 1,632193       | 0,000831       | 1,893030   | 0,0911212   |
| Assimetria      | 0,825623      | 0,911991       | 0,817444       | -0088474   | 0,9454475   |
| Achatamento     | 3,757325      | 2,871231       | 2,929717       | 1,554109   | 23209332    |
| N               | 121           | 113            | 118            | 118        | 121         |
| Mínimo          | -3,536585     | -61            | 0              | 4,49981    | 0           |
| Máximo          | 1,190843      | 334            | 0,0701962      | 18,0528    | 0,9703639   |

Fonte: Dados da pesquisa.

As estatísticas descritivas evidenciaram que houve elevado grau de dispersão entre as médias das variáveis calculadas, com exceção de TANG, que se mostrou pouco dispersa. Também se observou que as variáveis apresentaram assimetria levemente positiva ou negativa, mas em nenhum caso houve comprometimento de sua normalidade, conforme atestam os resultados a seguir. No que tange à curtose, nota-se que as variáveis são mesocúrticas.

A Tabela 2 mostra que há correlação negativa entre LUCRAT e CRESVEN, LUCRAT e BENFISC, CRESVEN e TAM, além de TANG e TAM, ou seja, a medida que uma variável aumenta, a outra diminui.

Tabela 2: Matriz de Correlação das variáveis independentes

| <b>Variável</b> | <b>LUCRAT</b> | <b>CRESVEN</b> | <b>BENFISC</b> | <b>TAM</b> | <b>TANG</b> |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|------------|-------------|
| <b>LUCRAT</b>   | 1,0000        |                |                |            |             |
| <b>CRESVE</b>   | -0,0044       | 1,0000         |                |            |             |
| <b>BENFISC</b>  | -0,0090       | 0,0844         | 1,0000         |            |             |
| <b>TAM</b>      | 0,2039        | -0,1108        | 0,3865         | 1,0000     |             |
| <b>TANG</b>     | 0,0827        | 0,1844         | 0,2034         | -0,1326    | 1,0000      |

Fonte: Dados da pesquisa.

Entretanto, nota-se que não há forte correlação entre as variáveis explicativas do modelo, sendo a mais forte entre BENFISC e TAM (0,3865), sem, contudo, gerar problemas de multicolinearidade no modelo.

A ausência de multicolinearidade é atestada pela Estatística VIF, cujos resultados são mostrados na Tabela 3.

Tabela 3: Resultados do Fator de inflação da variância por variável

| Variável  | VIF         |
|-----------|-------------|
| COMP      | 1,56        |
| DISC      | 1,37        |
| TANG      | 1,34        |
| TAM       | 1,28        |
| BENFISC   | 1,27        |
| LUCRAT    | 1,09        |
| CRESVEN   | 1,06        |
| VIF Médio | <b>1,28</b> |

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 3, nenhuma variável isoladamente teve VIF maior que 10. O VIF médio foi de 1,28, reforçando a inexistência de multicolinearidade, ou seja, uma variável explicativa relacionada a outra variável explicativa. Segundo salienta HAIR JR et. al. (2009), quando a estatística VIF não alcança 10, não há indícios de presença de multicolinearidade comprometedora nos modelos de regressão.

Após o Teste de Normalidade, ficou evidenciado que todas as variáveis explicativas do modelo foram consideradas normalmente distribuídas.

Com a inclusão das variáveis de governança corporativa, *Compliance* (COMP) e disclosure (DISC) ao modelo econométrico, o mesmo passou a ser representado pela equação 1:

$$VAAT_{it} = \beta_0 + \beta_1 LUCRAT_{it} + \beta_2 CRESVEN_{it} + \beta_3 BENFISC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 COMP_{it} + \beta_7 DISC_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

Após a execução dos procedimentos preliminares, as variáveis explicativas do modelo foram testadas em três tipos de regressões econométricas: Dados em Painel Empilhados (*Pooled*), Dados em Painel com Efeitos Fixos e Dados em Painel com Efeitos Aleatórios.

Os dados em painel *Pooled* é a técnica de painel mais simples, na qual obtém-se a regressão empilhando-se as observações. Essa técnica desconsidera as dimensões de tempo e espaço e o seu maior problema é camuflar a heterogeneidade (individualidade ou originalidade) que pode existir entre as variáveis, ou seja, os coeficientes estimados podem ser inconsistentes e tendenciosos (GUJARATI; PORTER, 2011).

A Tabela 4 mostra os resultados obtidos para a análise conjunta dos coeficientes, na

regressão usando o modelo de Dados em Painel *Pooled*:

Tabela 4: Teste F de significância conjunta do modelo *Pooled*

| Variável       | Valor  |
|----------------|--------|
| Valor – p      | 0,0009 |
| R <sup>2</sup> | 0,2971 |

Fonte: Dados da pesquisa.

Diante do exposto na Tabela 4, nota-se que os coeficientes da regressão são conjuntamente significantes. O coeficiente R<sup>2</sup> ajustado mostra que o modelo é capaz de explicar aproximadamente 29% da variância total apresentada.

Tabela 5: Resultados da Regressão usando Dados em Painel *Pooled*

| Variáveis | Coefficiente | Erro Padrão | t            | Valor-p |
|-----------|--------------|-------------|--------------|---------|
| LUCRAT    | 0,1251928    | 0,0508383   | 2,46         | 0,022   |
| CRESVEN   | 0,0001684    | 0,0004959   | 0,34         | 0,737   |
| BENFISC   | 0,5120143    | 1,678265    | 0,31         | 0,763   |
| TAM       | 0,0070736    | 0,0131757   | 0,54         | 0,597   |
| TANG      | 0,6676876    | 0,23496     | 2,84         | 0,009   |
| COMP      | 0,2570051    | 0,0555553   | <b>4,63</b>  | 0,000   |
| DISC      | - 0,096834   | 0,04498     | <b>-2,15</b> | 0,043   |

Dados: Fonte da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, as variáveis COMP (conformidade legal) e DISC (transparência) são estatisticamente significantes, ao nível de 1%, pois apresentam t maior que 1,96. VAAT é a abreviação para valor adicionado em relação ao ativo total. Há associação positiva entre esta variável dependente e COMP, além de associação negativa entre VAAT e DISC.

Nos dados em painel com Efeitos Fixos todas as observações são combinadas, deixando com que cada unidade de corte transversal tenha uma variável dummy (intercepto). Nesse caso, embora a variável dummy (intercepto) possa diferir entre as empresas listadas, o intercepto de cada empresa é invariante no tempo.

A tabela 6 apresenta os resultados da regressão utilizando Efeitos Fixos e os valores podem ser vistos a seguir.

Tabela 6: Resultados das regressões usando Efeitos Fixos

| Variável | Coefficiente | Erro Padrão | t            | Valor – p |
|----------|--------------|-------------|--------------|-----------|
| LUCRAT   | 0,0716643    | 0,0365578   | 1,96         | 0,063     |
| CRESVEN  | -0,0002969   | 0,0004085   | -0,73        | 0,475     |
| BENFISC  | -5,606452    | 1,555882    | -3,60        | 0,002     |
| TAM      | 0,1320366    | 0,0238212   | 5,54         | 0,000     |
| TANG     | 0,2443848    | 0,1863254   | 1,31         | 0,203     |
| COMP     | 0,1448008    | 0,0917524   | <b>1,58</b>  | 0,129     |
| DISC     | -0,0720075   | 0,010766    | <b>-6,69</b> | 0,000     |

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme se observa na Tabela 6, no segundo modelo, não há correlação entre com COMP e VAAT (1.58), mas há uma correlação significativa e contrária entre DISC e VAAT (-6.69), ou seja, quanto mais ações de evidenciação a empresa pratica, menos valor adicionado ela cria. Nesse modelo, DISC é a única variável significante. No modelo em questão, as variáveis são conjuntamente significantes, como se nota na Tabela 7. As variáveis usadas explicam aproximadamente 33% da variância total do modelo em questão.

Tabela 7: Teste F de significância conjunta no modelo de Efeitos Fixos

| Variável       | Valor  |
|----------------|--------|
| Valor – p      | 0,0000 |
| R <sup>2</sup> | 0,3311 |

Fonte: Resultados da pesquisa

Já os dados em painel com Efeitos Aleatórios propõem diferentes interceptos para cada observação, mas interceptos fixos ao longo do tempo estudado.

A Tabela 8 exibe os resultados das regressões usando o modelo em Efeitos Aleatórios.

Tabela 8: Resultados da regressão usando modelo de Efeitos aleatórios

| Variável | Coefficiente | Erro Padrão | z            | Valor – p |
|----------|--------------|-------------|--------------|-----------|
| LUCRAT   | 0,0786105    | 0,0373512   | 2,10         | 0,035     |
| CRESVEN  | 0,000067     | 0,0004483   | 0,15         | 0,881     |
| BENFISC  | -2,426843    | 1,96703     | -1,23        | 0,217     |
| TAM      | 0,0284625    | 0,0133394   | 2,13         | 0,033     |
| TANG     | 0,2459717    | 0,1840773   | 1,34         | 0,181     |
| COMP     | 0,1766056    | 0,0831729   | <b>2,12</b>  | 0,034     |
| DISC     | 0,0688013    | 0,0402415   | <b>-1,71</b> | 0,087     |

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados das regressões usando o modelo com Efeitos Aleatórios indica que COMP é a única variável significativa, ao exibir Estatística t maior que 1,96. O p-Value 0,0000 corrobora os resultados.

A Tabela 9 exibe o resultado do teste de significância conjunta. Nota-se que o modelo possui significância conjunta, mas o seu poder explicativo é reduzido.

Tabela 9: Teste  $\chi^2$  de Wald da significância conjunta no modelo de Efeitos Fixos

| Variável       | Valor  |
|----------------|--------|
| Valor – p      | 0,0010 |
| R <sup>2</sup> | 0,0941 |

Fonte: Resultados da pesquisa

Após a análise das variáveis nos três modelos econométricos, foram feitos dois testes: Teste LM de Breusch-Pagan, que avalia se o melhor modelo é *Pooled* ou de Efeitos Aleatórios e o Teste de Hausman, que indica se o melhor ajuste é em Painel com Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos, no caso da evidência dos efeitos em painel, atestada pelo Teste LM de Breusch-Pagan.

Em ambos os testes, caso Valor-p seja menor que 0,05, rejeita-se  $H_0$ .

### 1º teste: Teste LM de Breusch-Pagan

#### **H<sub>0</sub>: Utilizar Pooled**

Esse teste apresentou valor-p nulo, ou seja, existe efeitos em painel e o melhor ajuste é em Efeitos Aleatórios. O modelo Pooled é descartado.

## 2º teste: Teste de Hausman

### H<sub>0</sub>: Utilizar efeito aleatório

Nesse teste, caso a hipótese nula seja rejeitada, a conclusão é que o Modelo de Efeitos Aleatórios não é adequado, porque esses efeitos provavelmente estão correlacionados com um ou mais regressores. (GUJARATI; PORTER, 2011)

O teste apresentou Valor-p igual a 0,0242. Neste caso rejeita-se H<sub>0</sub>, evidenciando-se que o melhor ajuste se dá quando se usa regressões com Efeitos Fixos.

Apesar de os coeficientes obtidos por regressões *Pooled* ou efeitos aleatórios possuírem os seus méritos, as características de painéis criadas pela base de dados coletados foram melhor captadas pelas regressões em efeitos fixos, após realizados os testes LM de Breusch-Pagan, combinados com os do Teste de Hausman.

## 5. CONCLUSÃO

Os objetivos desse estudo, tanto o geral, como específicos, foram atendidos. Os dados foram coletados, regredidos e analisados. Foi encontrado se, e de que forma, as variáveis de Governança Corporativa Disclosure (transparência) e Complicance (responsabilidade corporativa) impactam na produção de valor adicionado nas empresas de capital aberto dos setores varejista e atacadista brasileiros.

Após a análise das variáveis nos três modelos econométricos, foram selecionados os dados em painel com Efeitos Fixos como o mais adequado ao estudo pretendido. Neste caso, a variável Disclosure (DISC) foi a única variável estatisticamente significativa, dentre as variáveis de Governança Corporativa analisadas. Isso quer dizer que há uma correlação negativa forte entre disclosure e valor adicionado.

Conclui-se que, no setor estudado, de comércio varejista e atacadista, dentro do período de tempo abrangido no trabalho, que quanto mais a empresa investe em posturas de transparência e evidenciação, menos ela gera valor adicionado. Um dos motivos para tal associação é que as práticas de disclosure (transparência) demandam ações internas que têm muitos custos para a empresa. Já existem diversos trabalhos que analisam o impacto das práticas de disclosure voluntário sobre os custos de capital de empresas abertas.

O estudo possuiu como principal limitação a dificuldade em identificar as variáveis de Governança Corporativa nos demonstrativos das empresas, já que grande parte desses demonstrativos não era padronizada.

Como alternativas de pesquisa, sugere-se a expansão deste trabalho para um horizonte

temporal mais amplo, objetivando-se avaliar se os resultados aqui achados se mantêm. Alternativamente, sugere-se aplicar os modelos aqui usados para empresas de outros segmentos de mercado.

## 6. REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas S.a., 2008. 716 p.

BARROS, C., ISIDORO, C., CATAPAN, A. e SCHERER, L. **Relevância do valor adicionado: um estudo empírico em sociedades anônimas abertas brasileiras**. XXXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção. Desenvolvimento sustentável e responsabilidade social: As contribuições da engenharia de produção. Bento Gonçalves, RS. Brasil, 15 a 18 de outubro de 2012.

BRASIL. Lei n. 11,638, de 28 de dezembro de 2007. **Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm)>. Acesso em: 04. Dez. 2017.

CNC. CNC eleva previsão para vendas do varejo de 1,8% para 2,2%. **Divisão Econômica**. 2017. Disponível em: <[http://cnc.org.br/sites/default/files/arquivos/nota\\_pmc\\_cnc\\_2017\\_07.pdf](http://cnc.org.br/sites/default/files/arquivos/nota_pmc_cnc_2017_07.pdf)>. Acesso em: 04. Dez. 2017.

COLAUTO, Romualdo Douglas; CRUZ, Ulisses Oliveira; LAMOUNIER, Wagner Moura. Valor Econômico Agregado e Lucro Contábil: Evidências Novo Mercado. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 3, 2009.

COSENZA, José Paulo. A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 14, p.07-29, out/2003;

CUNHA, J., RIBEIRO, M., SANTOS, A., A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. **R. Cont. Fin.** – USP, São Paulo, n.37, p. 7-23, Jan./Abr. 2005.

GUERREIRO, R. **Mensuração do resultado econômico**. Caderno de estudos, São Paulo: FIECAFI, set. 1991.

GUJARATI, Damodar N. ; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. Porto Alegre: AMGH, 2011.

IBCG. Governança. **Governança Corporativa**, 2005. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 04. Dez. 2017.

IBGE. Número de empresas segundo o segmento do comércio (em mil) - Brasil – 2014.

**Pesquisa Anual de Comércio**, 2014. Disponível em: <<https://brasilemsintese.ibge.gov.br/comercio/numero-de-empresas-por-segmento-do-comercio.html>> . Acesso em: 04. Dez. 2017.

INSTITUTO PARA O DESENVOLVIMENTO DO VAREJO - IDV. **O comércio brasileiro em números**. São Paulo. Disponível em: <<http://www.idv.org.br/varejo-dados-index.aspx>>. Acesso em 19.Set.2016.

HAIR JR, J. BLACK, W. ANDERSON, R. TATHAM, R. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

KAYO, Eduardo K. et al . Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. **Rev. adm. contemp.**, Curitiba , v. 10, n. 3, p. 73-90, Sept. 2006 . Available from <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-65552006000300005&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552006000300005&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 05. Dez. 2017.

KÖRBES, Paulo J.. **Guia rápido de Economática para finalidades didáticas**. Universidade do Estado de Mato Grosso Faculdade de Ciências Sociais Aplicadas, Campus Universitário de Sinop, p.1-17, 2014. Disponível em: <[http://sinop.unemat.br/site\\_antigo/prof/foto\\_p\\_downloads/fot\\_8745guia\\_pbytico\\_economatica\\_pdf.pdf](http://sinop.unemat.br/site_antigo/prof/foto_p_downloads/fot_8745guia_pbytico_economatica_pdf.pdf)>. Acesso em: 01 dez. 2017.

KRAUTER, E. **Medidas de avaliação de desempenho financeiro e criação de valor: um estudo com empresas industriais**. 2006. Disponível em: <[http://www.car.aedb.br/seget/artigos06/600\\_artigo%20medidas.pdf](http://www.car.aedb.br/seget/artigos06/600_artigo%20medidas.pdf)>. Acesso em: 03.Fev.2017.

LAKATOS, E. M. MARCONI, M. A. **Fundamentos da Metodologia Científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas Editora, 2010. 320 p.

MACHADO, Esmael Almeida et al. Destinação de riqueza aos empregados no Brasil: comparação entre empresas estatais e privadas do setor elétrico (2004-2007). **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p.110-122, mai/2009;

MEDEIROS, Manoel. **O EVA/MVA na análise de desempenho das empresas de agribusiness sucro-alcooleiro**. Florianópolis, 2002.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMA, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo , v. 17, n. 40, p. 7-24, Apr. 2006 . Available from <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772006000100002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772006000100002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 05. Dez. 2017.

PEROVANO, D.G. **Manual de metodologia científica para a segurança pública e defesa social**. Curitiba: Juruá, 2014.

SARAIVA, Alessandra. **Intenção de consumo das famílias atinge maior nível em 2 anos, diz CNC**. Valor econômico. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/5209653/intencao-de-consumo-das-familias-atinge-maior-nivel-em-2-anos-diz-cnc>> . Acesso em: 04. Dez. 2017.

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

SOUSA, Dayanne. **Setor atacadista cresce 0,7% em 2017 e fatura R\$ 259,8 bilhões.** Disponível em: < <https://exame.abril.com.br/economia/setor-atacadista-cresce-07-em-2017-e-fatura-r-2598-bilhoes/>>. Acesso em: 18. Junho. 2018.