
MEDIDAS DE CRIAÇÃO DE VALOR: ANÁLISE DO CASO NATURA S.A.

MEASURES OF VALUE CREATION: ANALYSIS OF NATURA S.A'S CASE

Thayse Machado Guimarães

Aluna do Programa de Mestrado (área de Gestão Financeira e Controladoria) na Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia;

Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2.121 Bairro: Santa Mônica CEP: 38400-100 – Uberlândia/MG
Telefone: (34) 3223-2435

E-mail: thaysemg.adm@gmail.com

Oswaldo Carlesso Neto

Aluno do Programa de Mestrado (área de Gestão Financeira e Controladoria) na Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia;

Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2.121 Bairro: Santa Mônica CEP: 38400-100 – Uberlândia/MG
Telefone: (34) 9203-8821

E-mail: netincarlesso@hotmail.com

Recebido: 25/03/2013 2ª versão: 02/08/2013

Aprovado: 24/07/2013 Publicado: 30/08/2013

Fernanda Maciel Peixoto

Professora Doutora na Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia;

Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2.121 Bairro: Santa Mônica CEP: 38400-100 – Uberlândia/MG

Telefone: (34) 3239-4132

E-mail: fnacielpaixoto@gmail.com

Karem Cristina de Sousa Ribeiro

Professora da Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia- FAGEN/UFU. Com doutorado e Pós-Doutorado em Administração pela FEA/USP.

Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2.121 Bairro: Santa Mônica CEP: 38400-100 – Uberlândia/MG

Telefone: (34) 3211-5197

E-mail: kribeiro@ufu.br

RESUMO

Este trabalho tem como proposta analisar o valor gerado ao acionista da Natura S.A., com base no patrimônio líquido a preço de mercado (PLm), durante os anos de 2007 a 2012. Esta apuração resulta do produto entre a cotação média de mercado das ações e a quantidade de ações em circulação em cada ano analisado. O estudo foi norteado pelo conceito de gestão baseada em valor, pois se espera avaliar o desempenho da empresa durante este período, ou seja, apurar se a organização gerou ou destruiu valor para os seus acionistas. Adotou-se como metodologia a pesquisa descritiva, por meio de um estudo de caso da Natura S.A, uma indústria de cosméticos brasileira. As informações das cotações, quantidades de ações e dos indicadores de desempenho contábil foram extraídas da base Economática®. Como custo de oportunidade, foram utilizados os valores mensais acumulados da taxa Selic em cada ano analisado. Em relação às estimativas de correlação das variáveis, foram analisados dois grupos separadamente, sendo eles: (i) a relação entre a variável valor gerado ao acionista, por meio do PLm, e os indicadores de desempenho contábil lucro líquido por ação (LPA), retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o

patrimônio líquido (ROE) e (ii) a relação entre a variável valor de mercado, obtida pelo Economática® e os mesmos indicadores de desempenho citados. Os resultados revelaram que durante os anos 2007, 2008 e 2011 houve destruição de valor, enquanto que nos anos 2009, 2010 e 2012 houve criação de valor. Observou-se, ainda, que no primeiro grupo de análise, houve correlação baixa e moderada, enquanto que no segundo, a correlação apresentou-se de substancial a muito forte. Dessa forma, infere-se que, assim como sustenta a teoria de gestão baseada em valor, quando uma empresa apresenta bons lucros, não necessariamente estará criando valor aos seus acionistas, especialmente quando a análise de valor envolve o custo de oportunidade.

Palavras-chave: Valor gerado ao acionista; Lucro líquido por ação; Patrimônio Líquido a Preço de Mercado.

ABSTRACT

This work is proposed to analyze the value generated for shareholders of Natura SA., based on equity market price (PLM) during the years 2007 to 2012. This calculation is the product between the average market price of shares and the number of shares outstanding in each year analyzed. The study was guided by the concept of value-based management, because it is expected to evaluate the performance of the company during this period, in the other words, to determine whether the organization spawned creation or destruction of value for shareholders. It was adopted a descriptive research methodology through a case study of Natura S.A., a brazilian cosmetic industry. The information in prices and numbers of shares were extracted from Economática and were adjusted for inflation. To perform the calculations, we used as opportunity cost, the monthly values of the Selic rate accumulated in each year analysed. Regarding the correlation coefficients of the variables, the two groups were analyzed separately, namely: (i) the relationship between the variable value generated to shareholders by means of PLM, and performance indicators accounting earnings per share (EPS), return on assets (ROA) and return on equity (ROE) and (ii) the relationship between the variable market value, obtained by Economática ® and the same performance indicators cited. Results revealed that during the years 2007, 2008 and 2011 there was destruction of value, while in the years 2009, 2010 and 2012 there was value creation. It was also observed that in the first group there was moderate and low correlation, while in the second, the correlation was substantial and strong. Thus, as well as supports the theory of value-based management, when a company has good earnings, not necessarily be creating value for its shareholders, especially when the value analysis involves the opportunity cost.

Keywords: Value generated for shareholder; Net income per share; Market value of equity.

1. INTRODUÇÃO

O valor da empresa é uma informação que afeta o comportamento de praticamente todos os *stakeholders* que circundam a organização. Este tema atraiu a atenção de diversos autores em um passado recente, destacando-se Brandenburger e Stuart (1996), Stewart (1999), Copeland (2000), Rappaport (2001), Damodaram (2012) e Brito e Brito (2012). Porém, devido a sua complexidade e subjetividade, o tema valor possibilita ainda muitos estudos e pesquisas. Deste modo, os gestores das organizações precisam de informações que possam ajudar no processo de gestão e, conseqüentemente, gerar valor.

A gestão das empresas, segundo Assaf Neto (2003), tem revelado importantes avanços, por meio da mudança de uma postura convencional, com ênfase no lucro e na rentabilidade, para uma análise voltada à riqueza dos acionistas. Enquanto que a primeira perspectiva permite decisões financeiras

avaliadas pelo resultado contábil, a segunda avalia conforme o resultado econômico, ou seja, considera-se o custo de oportunidade do capital próprio e o risco de cada negócio. Sendo assim, a criação da riqueza baseia-se na diferença entre o valor de mercado da organização e o capital investido pelos proprietários.

Ao avaliar a riqueza de uma empresa, com base no custo de capital e no retorno esperado pelos acionistas, de acordo com Assaf Neto (2003), apura-se a atratividade e continuidade do investimento. A análise do valor econômico reflete se os objetivos dos acionistas são ou não alcançados, já que não é possível afirmar que, se o resultado apresenta lucro contábil positivo, haverá aumento da riqueza para o acionista.

O que os investidores almejam é entender se, durante o exercício, há ou não criação de valor. Por isso, este estudo busca apresentar a apuração do valor criado ao acionista da Natura S.A, de modo a evidenciar os anos que geraram criação ou destruição, tendo em vista a apuração do patrimônio líquido a preços de mercado (PLm).

Sendo assim, o problema que motivou a realização desta pesquisa foi: ***Quais os valores gerados aos acionistas da Natura S.A durante os anos de 2007 a 2012, por meio da análise do patrimônio líquido a preços de mercado?***

Escolheu-se o segmento de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (HPPC), visto que este setor, de acordo com o que foi destacado no relatório de 2012 da Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos (ABIHPEC), tem crescido, nos últimos anos, cerca de 10% em vendas líquidas. Dentre algumas razões, destacam-se o aumento do poder de consumo das classes médias emergentes e a representatividade alcançada pelo setor, que em 2011 atingiu a marca de 1,7% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

De maneira especial, optou-se por analisar a Natura S.A, pois nos últimos anos ela mantém a liderança de mercado, com participação correspondente a 23,2% em 2012. Apesar da queda de 1,5 pontos percentual em relação a 2011, cerca de 47% dos consumidores brasileiros preferem a marca Natura.

O objetivo principal, desse modo, é apurar os valores criados aos acionistas da Natura S.A durante o período de 2007 a 2012, através da análise do patrimônio líquido a preço de mercado (PLm). De maneira específica, espera-se apurar os retornos gerados aos acionistas em cada ano e comparar estes retornos com os custos de oportunidade adotados, de forma a avaliar se houve criação ou destruição de valor.

De maneira complementar, espera-se analisar o valor gerado utilizando alguns indicadores de desempenho contábil segmentados em dois grupos, sendo eles: grupo i: a variável valor gerado ao acionista, representada pelo PLm, e os indicadores de desempenho contábil lucro líquido por ação (LPA), retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); e grupo ii: a variável valor de mercado, obtida pelo Economática®, e os mesmos indicadores de desempenho citados.

Este estudo se justifica pela adoção da gestão baseada em valor, a qual possibilita a compreensão do resultado econômico da empresa e não somente o resultado contábil, geralmente analisado. As interpretações permitem avaliar a atratividade da empresa, bem como a capacidade de perpetuação do negócio.

O trabalho está estruturado em cinco partes. A introdução contempla o problema de pesquisa, a justificativa do tema e os objetivos que embasam as apurações. A segunda parte traz a revisão de alguns conceitos de gestão baseada em valor, valor criado ao acionista, custo de oportunidade, patrimônio líquido a preços de mercado e desempenho contábil. A terceira, por sua vez, apresenta a metodologia adotada, a quarta os resultados apurados e, por fim, a quinta as considerações finais.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Gestão baseada em Valor

O gerenciamento de empresas tem sido alterado devido, principalmente, à abertura de mercado, à globalização, ao mercado altamente competitivo e aos profissionais mais qualificados. Dessa forma, busca-se, cada vez mais, a riqueza dos acionistas em detrimento ao lucro contábil, ou seja, a administração tem migrado de um modelo baseado na geração de lucro, para um modelo baseado na criação de valor para a empresa e para os acionistas. Neste contexto, outra questão importante diz respeito à identificação de quais aspectos e variáveis de desempenho revelam o valor criado pela empresa e refletem a sua posição competitiva no mercado, ou seja, é importante saber como atribuir vantagem competitiva a uma empresa por meio do estudo de seu desempenho (BRITO; BRITO, 2012). Portanto, torna-se crucial a identificação do valor dos ativos de um empreendimento.

Segundo Black, Wright e Bachman (1998), nos últimos anos, muitas empresas sofreram uma rápida transformação nos seus negócios e nas condições em que operam. A preocupação principal das organizações deixou de ser a excelência do produto e o foco direcionado ao lucro e corresponde, atualmente, à entrega simultânea de um retorno superior sobre capital, às taxas de crescimento sustentáveis e a uma administração de risco pró-ativa.

De acordo com Damodaran (2012), todos os ativos de uma empresa possuem um valor e a garantia de sucesso não diz respeito apenas ao fato de compreender qual é esse valor, mas também à identificação dos recursos que o compõem. Deste modo, é diferente avaliar o estado real de uma propriedade e o valor de ações negociadas no mercado financeiro, isto é, os detalhes de uma avaliação variam em cada caso. Entretanto, apesar do uso de diferentes técnicas, elas mantêm um grau de similaridade em relação aos princípios básicos do *valuation*.

Um investimento é feito com a expectativa de que, quando a venda for efetuada, o valor do mesmo terá crescido o suficiente para cobrir os custos a ele relacionados e, ainda, compensar os riscos incorridos para sua realização. Portanto, em uma economia de mercado, as organizações são julgadas pela sua capacidade e habilidade de criar valor para seus acionistas. (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2010).

Póvoa (2007) afirma que existe uma grande diferença entre preço e valor, já que o primeiro pode ser fixo, ou variar de acordo com a oferta e demanda, e geralmente é definido pelo comportamento do público alvo de determinado produto. Já o conceito de valor, depende da visão individual de cada potencial consumidor. Damodaran (2007) destaca que conhecer o valor de um ativo e o que o determina são pré-requisitos básicos para uma decisão inteligente.

Segundo Assaf Neto (2003), criar valor para uma empresa vai além de cobrir os custos das mercadorias vendidas. Reflete, pois, o entendimento e o cálculo dos custos de oportunidade do capital investido, sendo este não demonstrado pela contabilidade tradicional na apuração dos resultados da empresa. Dessa forma, a criação de valor é verificada quando a empresa consegue oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas) uma remuneração acima da taxa mínima exigida pelos mesmos. De maneira análoga, Brandenburger e Stuart (1996) definem a criação de valor como a diferença entre o custo de oportunidade do fornecedor e a disposição a pagar por parte dos clientes.

Devido a esta interação com fornecedores e clientes, a empresa pode criar mais valor e aumentar a diferença entre a disposição a pagar e o custo de oportunidade. É preciso notar também que aspectos sociais e dinâmicos influenciam a forma de reconhecimento do valor criado por parte dos envolvidos (BLYLER; COFF, 2003). Assim, os efeitos da vantagem competitiva sobre o desempenho organizacional

dependerão da forma como a gestão estratégica é empregada, contemplando momentos de criação e outros de monetização do valor criado (COFF, 2010).

Como percebido, o custo de oportunidade é um conceito relevante para o entendimento e determinação da criação de valor para a empresa, sendo definido por Assaf Neto (2003) como o quanto uma empresa deixou de ganhar (arrecadar) por ter escolhido uma alternativa de investimento ao invés de outra de risco semelhante, ou seja, é a comparação do retorno esperado na decisão escolhida com o que seria obtido com a alternativa rejeitada.

O custo de oportunidade é um conceito amplamente discutido e possui várias formas de aplicação. Sendo assim, Martins (1996) afirma que a ideia do custo de oportunidade é relativamente simples e aplicável, porém muito difícil de ser usada em sua plenitude para fins contábeis, em virtude de ser praticamente impossível saber com exatidão em quanto resultaria o investimento que foi rejeitado.

A visão de Ghemawat e Rivkin (2006) corrobora com as ideias anteriores, já que estes autores afirmam que o custo de oportunidade é dado como o valor mínimo pelo qual o fornecedor está disposto a vender seus produtos e serviços, sendo este limite dependente das circunstâncias de interação entre as partes envolvidas, e do comportamento dos concorrentes, o que torna o custo de oportunidade indeterminável de forma absoluta. Desta forma, seu valor é resultado de um processo de barganha sobre o valor já criado ou sobre expectativa de valor futuro (LIPPMAN; RUMELT, 2003).

Por considerar que o contexto das relações das empresas com seus parceiros gera conseqüências diretas para a criação de valor, os limites definidos pela disposição a pagar e pelo custo de oportunidade são circunstanciais. Dessa forma, ao se posicionar no mercado e ao escolher parceiros comerciais, a empresa negocia as fronteiras de criação de valor (BRITO; BRITO, 2012a).

Estes autores também destacam que quando uma empresa cria valor, não necessariamente terá uma vantagem competitiva, pois, somente com uma comparação entre organizações pode-se medir essa vantagem. Sendo assim, para que se perceba o valor adicionado, torna-se necessário que as empresas sejam confrontadas dentro de um mesmo setor industrial ou mercado consumidor específico. Portanto, uma empresa é considerada em vantagem competitiva quando cria mais valor que seus concorrentes em um dado intervalo de tempo, considerando que o valor criado é a diferença entre a disposição a pagar e o custo de oportunidade, os concorrentes são aqueles que competem diretamente com a empresa, e que o intervalo de tempo seja adequado ao ciclo de desenvolvimento de recursos (BRITO; BRITO, 2012a).

2.2 Patrimônio Líquido a Preço de Mercado (PLm)

De maneira geral, para que seja apurado o valor criado ao acionista, primeiramente, para uma das possíveis alternativas de cálculo, é necessário identificar o patrimônio líquido da empresa a preços de mercado, o qual, segundo Assaf Neto (2003) é obtido pelo produto do valor médio das cotações das ações e a quantidade de papéis emitidos pela sociedade, ou seja, as ações em circulação. A partir deste valor, calcula-se a variação do patrimônio líquido em relação aos anos analisados.

Esta variação, ao ser relacionada com o patrimônio líquido a preço de mercado, fornece o retorno do acionista, do qual, é subtraído o custo de oportunidade, o que leva ao valor do retorno em excesso ao custo de oportunidade (o qual pode ser negativo ou positivo), e ao se multiplicar este valor pelo patrimônio líquido a preços de mercado, chega-se ao valor criado para o acionista. Se este valor for positivo, indica criação de valor e se for negativo destruição de valor.

Uma forma de agregar os conceitos descritos acima e utilizá-los de forma a melhorar o desempenho das organizações, consiste em aplicar um modelo de gestão baseada no valor, ou seja, que

priorize a criação de riqueza ao acionista. Assaf Neto (2003) afirma que o modelo de gestão empresarial baseada no valor prioriza o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir e ajustar-se aos mercados em transformação e tem como objetivo a maximização da riqueza dos proprietários de capital, expressa no preço de mercado das ações.

Copeland, Koller e Murrin (2000) definem a administração baseada em valor como a combinação de uma cultura voltada para a criação de valor e dos processos e sistemas administrativos necessários para manifestar esta cultura em ação, ou seja, a geração de valor se torna a meta de longo prazo das empresas. Deste modo, o valor é definido como a melhor medida de desempenho, pois é o único indicador que exige informações completas e de longo prazo.

2.3 Desempenho Contábil

De acordo com os autores De Toni e Tonchia (2001), os indicadores de desempenho estão relacionados às atividades de planejamento, controle e coordenação das atividades; controle, avaliação e envolvimento de pessoal; comparação de desempenho entre competidores ou organizações melhores em alguma atividade. Adicionalmente, Marelli (2005) define estes indicadores como um conjunto de processos envolvidos para quantificar a eficiência e a eficácia de uma empresa.

Conforme Matarazzo (2003), um índice pode ser avaliado de três maneiras: pelo significado intrínseco, pela comparação ao longo de vários exercícios e pela comparação com índices de outra empresa. A análise intrínseca é limitada, enquanto que a que compara ao longo de vários exercícios é mais útil, visto que apresenta as tendências da empresa. Já a análise por comparação por padrões permite a avaliação qualitativa de um índice, ou seja, possibilita classificá-lo como bom, satisfatório, ruim, dentre outros.

Sabe-se que há muitas medidas de rentabilidade, as quais demonstram as relações entre retornos das empresas em relação a seus ativos, ao patrimônio líquido, às vendas e ao valor da ação (BORBA; DILL, 2007). De acordo com Guitman (2004), o lucro por ação (LPA) é importante para os investidores atuais e potenciais, já que ele representa o número de unidades monetárias de lucro obtido no período em relação a cada ação ordinária. Já o retorno sobre o ativo total (ROA), comumente identificado por retorno sobre o investimento, apura a eficácia geral da administração de uma empresa em termos de geração de lucros com os ativos disponíveis. Sendo assim, quanto mais elevado ele for, melhor. O retorno do capital próprio (ROE), por sua vez, corresponde ao retorno obtido sobre o investimento de capital dos acionistas ordinários da empresa. Desse modo, geralmente apura-se que quanto mais elevado for o ROE, melhor para os acionistas.

As fórmulas das variáveis utilizadas na análise são as que seguem abaixo:

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de ações emitidas}}$$

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Vale destacar que, segundo os autores Guitman (2004), Matarazzo (2003) e Assaf Neto (2003), dentre os indicadores de rentabilidade mais comuns, destacam-se o retorno sobre o ativo (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este estudo possui caráter descritivo, já que busca a descrição de características de determinada população ou estabelece relação entre variáveis (GIL, 2006). Ao analisar os procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa configura o método de estudo de caso. Sendo assim, o foco deste trabalho consiste na análise dos valores criados aos acionistas da Natura S.A durante o período de 2007 a 2012.

Para o levantamento e o tratamento dos dados, utilizou-se a base Economatica® e o software Stata, o que caracteriza um estudo quantitativo. Além disso, analisaram-se informações disponíveis no site da Natura S.A, o que, segundo Lakatos e Marconi (2001), configura uma pesquisa documental.

Vale destacar que, em virtude dos documentos analisados não destacarem o custo de oportunidade adotado pela Natura S.A, foram utilizados os valores mensais acumulados da taxa Selic de cada ano apurado, conforme informações disponíveis no site do Banco Central (BACEN, 2013). Optou-se pela utilização da taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), criada em 1979, visto que ela representa a taxa básica utilizada nas operações entre bancos e possui influência sobre os juros de toda economia. Soma-se a isso o fato dela permitir, diariamente, a atualização das posições das instituições financeiras, o que assegura maior controle das reservas bancárias e possibilita que a negociação dos títulos públicos aconteça de forma mais transparente e segura (FOLHA DE SÃO PAULO, 29/08/2012).

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Natura S.A, indústria de cosméticos, fragrâncias e higiene pessoal, em 2004 tornou-se uma companhia de capital aberto com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e detinha cerca de 19,2% do mercado brasileiro (BM&FBovespa, 2004). Desde então, tem apresentado constante crescimento e em 2012 se mostrou líder do mercado nacional com participação de 23,2%. Sua missão consiste em criar valor para a sociedade de um modo geral, nos âmbitos financeiro, social e ambiental.

Tendo em vista que a Natura S.A. foi considerada a melhor empresa para se trabalhar em 2009, conforme destacado na revista Exame de 09/07/2009, e, segundo dados da mesma revista de 25/10/2012, mantém a liderança nacional no mercado, com cerca de 23,2% de participação em 2012, este trabalho busca apresentar a análise do valor criado ao acionista da Natura S.A. durante o período de 2007 a 2012.

Os dados sobre as cotações e quantidades de ações da Natura S.A foram extraídos da base Economatica® e, desse modo, foi possível calcular o Patrimônio Líquido a Preços de Mercado (PLm). O cálculo do PLm foi realizado conforme apresenta Assaf Neto (2003):

$$PLm = \text{Cotação média de mercado das ações} \times \text{Quantidade de ações em circulação}$$

Vale destacar que a variação do PLm, em seu sentido puro, de acordo com Assaf Neto (2003), denota uma valorização do investimento do acionista, isto é, o valor agregado ao capital. A Tabela 1 revela os valores encontrados em cada período:

Tabela 1: Apuração do Patrimônio Líquido a Preço de Mercado

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cotação média de mercado das ações	R\$ 22,42	R\$ 23,65	R\$ 43,35	R\$ 53,76	R\$ 38,38	R\$ 58,64
Quantidade de ações <i>outstanding</i> (circulação)	428768000	429064000	430274000	430880000	428217000	429212000
PLm (em milhões)	R\$ 9.613,17	R\$ 10.146,61	R\$ 18.651,37	R\$ 23.162,74	R\$ 16.433,71	R\$ 25.168,99

Fonte: Resultados da pesquisa.

Após calcular o PLm de cada ano, foram apurados os valores criados ao acionista conforme a Tabela 2.

Tabela 2: Valor Criado ao Acionista

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A. PLm	R\$ 9.613,17	R\$ 10.146,61	R\$ 18.651,37	R\$ 23.162,74	R\$ 16.433,71	R\$ 25.168,99
B. Variação de mercado (PLm)	-R\$ 8.143,93	R\$ 533,43	R\$ 8.504,76	R\$ 4.511,37	-R\$ 6.729,03	R\$ 8.735,28
C. Retorno do acionista	-84,72%	5,26%	45,60%	19,48%	-40,95%	34,71%
D. Custo de Oportunidade do acionista	11,87%	12,48%	9,93%	9,78%	11,62%	8,49%
E. Retorno em excesso ao custo de oportunidade	-96,59%	-7,22%	35,67%	9,70%	-52,57%	26,22%
F. Valor criado ao acionista (em milhões)	-R\$ 9.285,01	-R\$ 732,86	R\$ 6.652,68	R\$ 2.246,05	-R\$ 8.638,62	R\$ 6.598,43

Fonte: Resultados da pesquisa.

Em B, tem-se a variação de mercado, que diz respeito à diferença entre o PLm dos anos apresentados na linha A. Em C, tem-se o retorno do acionista, o qual, segundo Assaf Neto (2003), é a remuneração oferecida pelo mercado ao investidor. Os retornos são o resultado da divisão da variação do PLm pelo respectivo valor de PLm do ano. Em D, foi apresentado o custo de oportunidade do acionista (remuneração mínima exigida pelos investidores). Em E, estão demonstrados os retornos em excesso ao custo de oportunidade, ou seja, os valores resultantes da subtração do retorno ao acionista pelo custo de

oportunidade. Por fim, na linha F, encontram-se os valores criados aos acionistas em cada ano, o que corresponde à multiplicação do PLm pelo retorno em excesso ao custo de oportunidade, ou seja, à multiplicação da linha A pela linha E.

Observa-se que durante os anos de 2009, 2010 e 2012, houve criação de valor ao acionista, o que indica que, de acordo com Assaf Neto (2003), as receitas operacionais superaram todos os custos e despesas, incluindo o custo de oportunidade. Sendo assim, a empresa é percebida no mercado com um valor superior à realização de seus ativos.

Por outro lado, nos anos 2007, 2008 e 2011, percebe-se destruição de valor, ou seja, os valores gerados foram negativos e indicam que o retorno oferecido nestes anos não foi capaz de cobrir o custo de oportunidade. Desse modo, o valor de mercado da empresa nestes anos foi inferior ao montante de seus ativos.

A destruição de valor percebida nos anos acima citados pode ser justificada pela performance das cotações, já que nos anos 2007 e 2011 houve queda dos valores das ações. Além disso, o ano de 2007 representou para a Natura S.A. um período de retração nos lucros, e conseqüentemente, retração nos preços dos produtos. Esta retração gerou impacto não somente no ano de 2007, mas também em 2008. Dessa forma, estes aspectos podem estar relacionados à queda nos valores das cotações das ações.

Visto que um dos objetivos é comparar o valor gerado com alguns indicadores contábeis, a Tabela 3 apresenta a descrição destes valores, conforme o período de análise.

Tabela 3: Variáveis Analisadas

Ano	Valor (PLm) (em milhões)	Valor (Econômica) (em milhões)	LPA	ROA	ROE
2007	-9.285,01	9915,94	1,4246	0,2355	0,6817
2008	-732,86	10466,17	1,5065	0,2449	0,7418
2009	6.652,68	19238,79	1,9004	0,2495	0,6000
2010	2.246,05	23892,25	1,9481	0,2309	0,5917
2011	-8.638,62	16951,29	2,0436	0,2191	0,6646
2012	6.598,43	25966,89	2,1292	0,1602	0,6594

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme destacado por Assaf Neto (2003), para analisar se os objetivos dos acionistas tem sido ou não alcançados, buscou-se realizar uma avaliação econômica e não mais somente a análise contábil baseada no resultado e no lucro líquido de cada exercício.

Visando explorar a possível relação entre as variáveis selecionadas, fez-se uso da análise de correlação. Esta análise tem como objetivo principal medir a força ou o grau de associação linear entre dois conjuntos de dados, sendo o coeficiente de correlação a medida dessa associação. Na análise de correlação, a maneira com que as variáveis são tratadas é simétrica, ou seja, não há distinção entre variáveis x e y ou dependente e independente. Outra particularidade da análise de correlação diz respeito ao pressuposto de que as variáveis são aleatórias e que existe uma medida de associação linear e não necessariamente de causalidade entre as variáveis (ANDERSON *et al.*, 2009; GUJARATI, 2006).

Dessa forma, tendo em vista que uma das intenções deste estudo é verificar o grau de relacionamento das variáveis Valor (PLm) e Valor (Economática) com os indicadores de desempenho contábil LPA, ROA e ROE, as figuras 1 e 2 apresentam, respectivamente, as correlações das variáveis do grupo i (PLm com os indicadores contábeis) e do grupo ii (Valor Economática com os indicadores contábeis) obtidas por meio do software Stata.

Tabela 4: Correlação das variáveis do grupo (i)

	VPLm	LPA	ROA	ROE
VPLm	1,0000			
LPA	0,4692	1,0000		
ROA	-0,2731	-0,6085	1,0000	
ROE	-0,4408	-0,5809	-0,0044	1,0000

Fonte: Resultados da pesquisa

É possível observar que a variável valor (VPLm), conforme Stevenson (1997) e Mandim (2005), apresenta correlação positiva moderada com o indicador lucro líquido por ação (LPA, correlação negativa baixa com o retorno sobre o ativo (ROA) e correlação negativa moderada com o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Sendo assim, afirma-se que o valor apurado por meio do método do patrimônio líquido a preço de mercado, apresentado por Assaf Neto (2003), em síntese não se apresenta bem relacionado com os indicadores contábeis analisados. Por isso, não se pode considerar que diante de bons resultados contábeis, há a garantia de bons resultados econômicos.

Tabela 5: Correlação das variáveis do grupo (ii)

	VEcon	LPA	ROA	ROE
VEcon	1,0000			
LPA	0,8917	1,0000		
ROA	-0,6249	-0,6085	1,0000	
ROE	-0,6939	-0,5809	-0,0044	1,0000

Fonte: Resultados da pesquisa

Por outro lado, ao analisar o valor de mercado apresentado pelo Economática® (VEcon) e, de acordo com Stevenson (1997) e Mandim (2005), observa-se que ele apresenta correlação positiva muito forte com o lucro líquido por ação e correlação negativa substancial com o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o patrimônio líquido.

Diante destes resultados, nota-se que, ao considerar que o valor de mercado é obtido pelo produto da cotação média de mercado pela quantidade de ações em circulação na empresa, ou seja, o valor de mercado obtido pelo Economática®, a variável econômica apresenta-se melhor relacionada com os indicadores contábeis. Entretanto, a análise mais detalhada, a qual envolve o custo de oportunidade, apresenta resultados menos significativos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve o intuito de avaliar o valor adicionado aos acionistas da Natura S.A durante o período de 2007 a 2012. Esta indústria de cosméticos brasileira possui a liderança no mercado nacional com cerca de 23,2% de participação, e aproximadamente 47% dos consumidores preferem os produtos da Natura S.A (EXAME 25/10/2012). A apuração do valor foi realizada por meio do cálculo do patrimônio líquido a preço de mercado em cada ano.

Posteriormente, foi analisada a correlação entre as variáveis de dois grupos: grupo (i), composto pela variável valor de mercado, obtido pelo método do PLm, e pelos indicadores de desempenho contábil lucro líquido por ação, retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido, e grupo (ii), composto pela variável valor de mercado, obtido no Economática®, com os indicadores de desempenho acima mencionados.

Pelos resultados obtidos, considera-se que a oscilação, observada ao longo dos anos, representa que nem sempre a Natura S.A. criou valor aos acionistas. Ressalta-se que, para apuração destes valores, adotou-se como custo de capital os valores mensais acumulados da Selic para cada ano estudado.

Durante os anos 2009, 2010 e 2012, houve criação de valor, ou seja, os retornos superaram o custo de capital exigido pelos acionistas. Por outro lado, durante os anos 2007, 2008 e 2011, houve destruição de valor, já que os retornos apurados em cada ano não foram capazes de cobrir a remuneração mínima exigida pelos acionistas.

Vale destacar que a destruição de valor percebida nos anos acima citados pode ser justificada pela queda nos valores das ações em 2007 e 2011. Além disso, o ano de 2007 representou para a Natura S.A. um período de retração nos lucros e nos preços dos produtos, o que gerou impacto no ano de 2007 e também em 2008. Apesar desta queda na performance das cotações, a Natura S.A. foi considerada a melhor empresa para se trabalhar, conforme anuário da Exame de 2009. Ela, apesar de ter perdido 1,5 ponto percentual de *market share* ainda mantém a liderança com 23,2% do mercado nacional.

No tocante às análises das correlações entre as variáveis estudadas, o grupo i apresentou, em síntese, correlação moderada e baixa entre o valor obtido pelo PLm e os indicadores de desempenho contábil. Por outro lado, o grupo ii, que considera o relacionamento entre o valor obtido no Economática® e os mesmos indicadores contábeis, apresentou correlação substancial e muito forte. As associações das variáveis nem sempre foi positiva.

Diante do exposto, observa-se que não se pode afirmar que, ao apresentar bons indicadores de desempenho contábil, a Natura S.A. garante retorno ao acionista. Para futuras investigações, recomenda-se a avaliação de outras variáveis que possam representar a criação ou destruição de valor ao acionista da Natura S.A, além da possibilidade de se utilizar outros métodos de *valuation*. Sugere-se também aplicar método semelhante em outras empresas da BM&FBOVESPA.

¹ Disponível em: www.natura.com.br. Acesso em 06/02/2013.

² Disponível em: www.natura.com.br. Acesso em 06/02/2013.

6. REFERÊNCIAS

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada a administração e economia**. 2^a. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DE HIGIENE PESSOAL, PERFUMARIA E COSMÉTICOS. **Anuário 2012, 3ª Edição, 2012**. Disponível em: <<http://www.abihpec.org.br>>. Acesso em: 05 fev. 2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa Selic Mensal. 2007-2012**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?INDECO>>. Acesso em: 31 jan. 2013.
- BLACK, A.; WRIGHT, P.; BACHMAN, J. **In search of shareholder value: managing the drivers of performance**. London: Pitman Publishing, 1998.
- BLYLER, M.; COFF, R. W. Dynamic capabilities, social capital, and rent appropriation: ties that split pies. **Strategic Management Journal**. v. 24, n. 7, p. 677-686, 2003.
- BORBA, J. A.; DILL, R. **Análise da Rentabilidade de Empresas: uma Abordagem Baseada na Lógica Nebulosa (Fuzzy Logic)**. RAC-Eletrônica, Rio de Janeiro, Agosto, 2013. Disponível em: http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_624.pdf. Acesso em: 01 ago.2013
- BRANDENBURGER, A.; STUART, H. W. Value-based business strategy. **Journal of Economics & Management Strategy**. v. 5, n. 1, p. 5-24, 1996.
- BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem Competitiva e sua Relação com o Desempenho: uma Abordagem Baseada em Valor. **Revista de Administração Contemporânea**. v. 16, n. 3, p. 360-380, 2012a.
- BRITO, R. P.; BRITO, L. A. L. Vantagem Competitiva, Criação de Valor e seus Efeitos sobre o Desempenho. **Revista de Administração de Empresas**. v. 52, n. 1, p.70-84, 2012.
- COFF, R. W. The coevolution of rent appropriation and capability development. **Strategic Management Journal**. v. 31, n. 7, p. 711-733, 2010.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Macron Books, 2000.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2ª. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.
- DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 3ª. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012.
- DE TONI, A.; TONCHIA, S. Performance measurement systems: models, characteristics and measurements. **International Journal of Operations e Production Management**, Bingley, n. 1/2, p. 46-70, 2001.
- EXAME. **Anuário Maiores e Melhores 2009**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0947/noticias/ano-ficar-historia-482568>>. Acesso em: 08 de março de 2012.
- EXAME. **Tag: Cosméticos. 2012**. Disponível em: <<http://exame2.com.br/chrome/?tag=Cosm%C3%A9ticos>>. Acesso em: 05 fev. 2013.
- FIPECAFI. Organizador: MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- GHEMAWAT, P.; RIVKIN, J. W. **Creating competitive advantage**. Boston: Harvard Business School Note, 2006.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de Pesquisa**. 4ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10ª. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2004.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 5ª. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 4ª. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- LIPPMAN, S. A; RUMELT, R. P. A bargaining perspective on resource advantage. **Strategic Management Journal**. v. 24, n.11 p.1069-1086, 2003.
- MANDIM, D. **Estatística descomplicada**. 11ª. ed. Brasília: Editora Vestcon, 2005.
- MARELLI, A. G. **Avaliação de requisitos para o desenvolvimento de sistemas de indicadores de desempenho em obras de construção civil sob o recorte analítico de redes de empresas**. Dissertação (Mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2005.
- MARTINS, E. **Extinção da Correção Monetária: os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (2ª parte)**. IOB, São Paulo, Boletim 43/96, Temática Contábil, p. 426-433, 1996.
- MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços**. 6a ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- NATURA S.A. **Base de Dados do site institucional da empresa**. 2012. Disponível em: < [HTTP://scf.Natura S.A.net/](http://scf.Natura S.A.net/)>. Acesso em: 07 de março de 2012.
- NATURA S.A. **Comprar ações de empresas que se valorizaram muito é bom negócio?** 2011. Disponível em: <: <http://oportunoinvestidor.com.br/2011/04/empresa-que-se-valoriza-muito-pode-se-valorizar-ainda-mais/>>. Acesso em: 06 fev. 2013.
- PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. 2ª. ed. São Paulo: Globo, 2007.
- RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.
- SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M.; COOK, S. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2ª. ed. São Paulo: Herder. 1967.
- STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada a administração**. São Paulo: Harbra, 1997.
- STEWART, G. B. **The quest for value: a guide for senior managers**. New York: Harper Business, 1999.
- TEIXEIRA, M.; PRADO, M. **BC reduz taxa de juros para 7,5% ao ano, a menor da história**. Folha de São Paulo. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/1145210-bc-reduz-taxa-de-juros-para-75-ao-ano-a-menor-da-historia.shtml>>. Acesso em: 01 ago. 2013.