

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –  
FECAP**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**MARCELO RICARDO CARNEIRO DE BARROS FILHO**

**ESTUDO DAS VARIÁVEIS OPERACIONAIS E  
CONJUNTURAIS SOBRE O MARKET VALUE DAS  
EMPRESAS DE CARNES E DERIVADOS NO BRASIL**

**São Paulo**

**2014**

**MARCELO RICARDO CARNEIRO DE BARROS FILHO**

**ESTUDO DAS VARIÁVEIS OPERACIONAIS E CONJUNTURAIS  
SOBRE O MARKET VALUE DAS EMPRESAS DE CARNES E  
DERIVADOS NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de  
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito  
para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi**

**São Paulo**

**2014**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Taiguara de Freitas Langrafe

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

#### FICHA CATALOGRÁFICA

B277e

Barros Filho, Marcelo Ricardo Carneiro

Estudo das variáveis operacionais e conjunturais sobre o market value das empresas de carnes e derivados no Brasil. / Marcelo Ricardo Carneiro Barros Filho. - - São Paulo, 2014.

73 f.

Orientador: Prof. Dr. Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Profissional em Administração.

1. Administração financeira.
2. Análise de valor.
3. Padrões de desempenho.

**CDD 658.15**

**MARCELO RICARDO CARNEIRO DE BARROS FILHO**

**ESTUDO DAS VARIÁVEIS OPERACIONAIS E CONJUNTURAIS SOBRE O  
MARKET VALUE DAS EMPRESAS DE CARNES E DERIVADOS NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**COMISSÃO JULGADORA**

---

**Prof. Dr. Rubens Famá (membro externo)**

**Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP**

---

**Prof. Dra. Raquel de Freitas Oliveira (membro interno)**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi**

**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 26 de Junho de 2014.**

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é identificar as variáveis relacionadas aos aspectos operacionais e conjunturais que influenciam o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBovespa, no período de 2007 a 2013. O estudo foi elaborado sob a perspectiva de dois eixos teóricos. O primeiro foi uma análise das contribuições do Market Value como um indicador útil para determinação do valor justo de mercado criado aos acionistas e, portanto, constituindo uma base sólida para mensuração do desempenho das empresas. O segundo foi a hipótese de mercado eficiente que considera a eficiência da informação ou o impacto de determinadas informações na precificação dos ativos. O modelo especificado produziu resultados que ratificaram algumas hipóteses da pesquisa, tanto na significância individual, quanto no sinal de algumas variáveis independentes. Além disso, o modelo apresentou significância global, dada pelo teste F, a 5%, com um coeficiente de determinação múltiplo ajustado de 9,22%.

**Palavras-chave:** Carnes e derivados. Desempenho. Market value. Hipótese de mercado eficiente. Regressão linear múltipla.

## ABSTRACT

The objective of this work is to identify the variables related to the operational and market aspects that influence the Market Value of the companies from meat and derivatives segment listed in São Paulo Stock Exchange over the period 2007 until 2013. The study was developed from the perspective of two theoretical axes. The first was an analysis of Market Value contributions as a useful indicator for determining the fair market value created for shareholders and, therefore, constitute a solid basis for measurement of companies performance. The second was the efficient market hypothesis which considers the information's efficiency or the impact of certain information on pricing assets. The results produced by the model ratified some of the hypotheses in this research, both in individual significance as on some independent variable sign. In addition, the model presented global significance, given by F test, at 5%, with a coefficient of multiple determination adjusted of 9,22%.

**Keywords:** Meat and derivatives. Performance. Market value. Efficient market hypothesis. Multiple linear regression.

## LISTA DE FIGURAS

<b>FIGURA 1 – EVIDENCIAÇÃO SOBRE OS DOIS GRUPOS DE ESTUDOS EXISTENTES .....</b>	<b>12</b>
<b>FIGURA 2 – AS QUATRO ETAPAS DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....</b>	<b>20</b>
<b>FIGURA 3 – REAÇÃO DOS PREÇOS DAS AÇÕES A NOVAS INFORMAÇÕES EM MERCADOS INEFICIENTES E EFICIENTES .....</b>	<b>47</b>
<b>FIGURA 4 – DIAGRAMA DE DECISÃO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA...</b>	<b>53</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1 – RESUMO DA FONTE DOS DADOS POR VARIÁVEL .....</b>	<b>50</b>
<b>TABELA 2 – RECEITA LÍQUIDA DAS EMPRESAS DO ESTUDO EM 2012 .....</b>	<b>50</b>
<b>TABELA 3 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO .....</b>	<b>58</b>
<b>TABELA 4 – OS COEFICIENTES E AS DEMAIS ESTATÍSTICAS .....</b>	<b>60</b>
<b>TABELA 5 – SUMÁRIO DO MODELO .....</b>	<b>62</b>



## **LISTA DE QUADRO**

<b>QUADRO 1 – ESTUDOS SOBRE MARKET VALUE.....</b>	<b>32</b>
---	-----------

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1 SITUAÇÃO DO PROBLEMA .....	11
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA.....	14
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO.....	14
1.4 OBJETIVOS DA PESQUISA.....	15
1.5 HIPÓTESES DA PESQUISA.....	15
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	17
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>19</b>
2.1 O DESEMPENHO NAS EMPRESAS.....	19
2.1.1 SOLVÊNCIA A CURTO PRAZO .....	20
2.1.1.1 <i>Índice de Liquidez Corrente</i> .....	21
2.1.1.2 <i>Índice de Liquidez Seca</i> .....	21
2.1.2 ATIVIDADE .....	22
2.1.2.1 <i>Giro do Ativo Total</i> .....	22
2.1.2.2 <i>Giro do Contas a Receber</i> .....	22
2.1.2.3 <i>Giro do Estoque</i> .....	23
2.1.3 ALAVANCAGEM FINANCEIRA.....	23
2.1.3.1 <i>Índice de Endividamento</i> .....	24
2.1.3.2 <i>Cobertura de Juros</i> .....	24
2.1.4 RENTABILIDADE .....	25
2.1.4.1 <i>Margem de Lucro Líquida</i> .....	25
2.1.4.2 <i>Retorno Líquido sobre Ativos</i> .....	276
2.1.4.3 <i>Retorno sobre Capital Próprio</i> .....	27
2.1.4.4 <i>Índice de Payout</i> .....	27
2.1.5 VALOR.....	28
2.1.5.1 <i>Índice Preço/Lucro</i> .....	28
2.1.5.2 <i>Taxa de Dividendo</i> .....	29
2.1.5.3 <i>Valor de Mercado/Valor Patrimonial</i> .....	29
2.1.5.4 <i>Índice Q</i> .....	29
2.1.5.5 <i>EVA (Economic Value Added)</i> .....	30
2.1.5.6 <i>Market Value</i> .....	30

2.2 OS DETERMINANTES DO MARKET VALUE NAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE CARNES E DERIVADOS .....	34
2.2.1 ESFORÇOS PARA PRODUZIR.....	34
2.2.2 ESFORÇOS PARA VENDER .....	35
2.2.3 ESFORÇOS PARA ADMINISTRAR .....	36
2.2.4 AS VARIÁVEIS CONJUNTURAIIS: MILHO, SOJA, EXPORTAÇÕES, PREÇOS (AVES, SUÍNOS E BOVINOS) E RENDIMENTO DO TRABALHADOR BRASILEIRO.....	37
2.3 CONSIDERAÇÕES SOBRE AS EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS.....	40
2.4 ESTRATÉGIAS E POTENCIAIS RISCOS NO SEGMENTO DE CARNES E DERIVADOS .....	43
2.5 HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE.....	46
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>49</b>
3.1 MÉTODO .....	49
3.2 ESPECIFICAÇÕES DA PESQUISA .....	49
3.2.1 SELEÇÃO DO SEGMENTO DE CARNES E DERIVADOS .....	49
3.2.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS .....	49
3.2.2.1 <i>Quanto às Informações Financeiras</i> .....	51
3.2.2.2 <i>Quanto às Informações Conjunturais ou de Mercado</i> .....	51
3.3 MODELO DE REGRESSÃO MÚLTIPLA .....	52
3.4 QUESTÃO DE PESQUISA E HIPÓTESES.....	55
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	56
<b>4 RESULTADOS DA PESQUISA .....</b>	<b>57</b>
4.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE OS RESULTADOS.....	57
4.1.1 ANÁLISE DA MULTICOLINEARIDADE E A MATRIZ DE CORRELAÇÕES.....	57
4.1.2 HETEROCEDASTICIDADE .....	59
4.1.3 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO SERIAL DOS ERROS .....	59
4.1.4 NORMALIDADE DOS RESÍDUOS .....	59
4.2 OS RESULTADOS DO ESTUDO .....	60
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>65</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>68</b>

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 SITUAÇÃO DO PROBLEMA

O desempenho das empresas pode ser analisado sob diversas óticas no campo das ciências sociais, notadamente à Administração Financeira, Contabilidade e Economia. De fato, a análise dos indicadores de desempenho traduz a evolução do comportamento econômico e financeiro das decisões de investimento, operacional e de financiamento nas empresas ao longo do tempo.

Os principais índices de desempenho financeiro que interessam à administração, aos acionistas e credores envolvem análise operacional, administração de recursos, rentabilidade, destinação dos lucros, indicadores de mercado, liquidez e alavancagem financeira. (HELFERT, 2004).

Entretanto, é importante salientar que o desempenho das empresas, não raro, é afetado por decisões externas (governo e mercado competidor), como também internas. O artigo de Sehnem et al. (2012) aborda uma análise do desempenho financeiro das empresas de carnes e derivados, listadas na BM&FBovespa, fundamentada por importantes aspectos relacionados ao vigoroso movimento de internacionalização que as empresas desse segmento passaram nos últimos anos. Essa movimentação, sobretudo de capitalização das empresas e reorganização de categorias de produtos/marcas do mercado de alimentos no Brasil, permeou discussões em fóruns governamentais, empresariais e acadêmicos, além de servir de base para diversas matérias e artigos.

Segundo Aharoni (1966), Barney (1991) e Deresky (1994), a estratégia de internacionalização das empresas contém vários elementos organizacionais influenciados pelo passado e pela percepção do futuro, pela avaliação do ambiente externo e interno, seja como motivação proativa ou reativa, e vão além do aumento de receitas.

De acordo com Dunning (1988), a chamada vantagem de propriedade propicia a internacionalização das empresas, inclui ativos tangíveis e intangíveis, tais como mão de obra qualificada, potencial da marca e capacidade para aproveitar as vantagens oferecidas, como consumo do mercado e outros recursos.

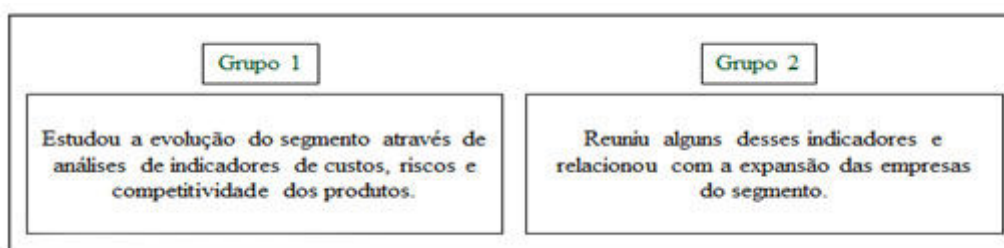
O resultado obtido por Sehnem et al. (2012), sob a perspectiva de uma análise fundamentalista dos principais indicadores de rentabilidade, liquidez, estrutura de capital e endividamento, concluiu que as empresas JBS, BRF e Marfrig, ocupam a liderança na maioria dos indicadores financeiros analisados, enquanto as empresas de menor porte são mais voláteis e apresentam desempenhos inferiores. A internacionalização dessas empresas auferiu ganho de desempenho por meio da estrutura de escala e unidades industriais distribuídas nos diferentes continentes em relação às empresas que não atingiram esse objetivo, notadamente aquelas de porte menor.

Outros autores trouxeram contribuições relevantes ao estudo do Segmento de Carnes e Derivados, sobretudo na análise do desempenho sob a ótica de geração de valor. Caleman, Cunha e Alcantara (2009), afirmam que geração e captura de valor estão no cerne da questão.

Para vencer os desafios no mercado competitivo e construir uma empresa valorizada, deve-se alcançar uma taxa de retorno atrativa. Cabe ressaltar que apenas uma taxa de retorno atrativa não é o suficiente. Assaf Neto e Lima (2009), afirmam que o pressuposto básico de agregação de valor, repousa no desempenho operacional que promove resultados que remunerem os proprietários de capital (credores e acionistas) em valores acima da taxa mínima de retorno requerida.

É pertinente evidenciar que os estudos existentes para o Segmento de Carnes e Derivados podem ser divididos em dois grupos, conforme mostra a figura 1 abaixo:

**FIGURA 1 – EVIDENCIAÇÃO SOBRE OS DOIS GRUPOS DE ESTUDOS EXISTENTES**



Fonte: Barros Filho (2014, p. 12).

O primeiro grupo investigou a evolução do segmento a partir de análises de indicadores de custos, riscos e competitividade dos produtos. O segundo grupo reuniu alguns desses indicadores e, influenciados pela nova ordem de posicionamento econômico frente às mudanças sofridas pelo setor (notadamente de concentração de mercado através de fusões e

aquisições), bem como a nova ordem das políticas empresariais expansionistas, buscaram relacionar os desafios e oportunidades dada essa conjuntura.

O fundamento teórico alocado para o primeiro grupo evidenciou primordialmente as associações entre análise documental dos Relatórios de Administração (RA) e Análise Fundamentalista (por meio de Demonstrações de Resultados e gestão de custos e preços). Os trabalhos desenvolvidos por Rodrigues (2012) e Silva, Caldas e Dacorso (2012), trouxeram uma perspectiva diferenciada através do cálculo do custo de capital, criação de valor e modelo alternativo de precificação de ativos. As premissas que derivam, portanto, dessas análises podem incluir interpretações subjetivas, mas também, não contemplar determinados aspectos da vida econômica, causando distorções no resultado apurado. (ASSAF NETO; LIMA, 2009).

O segundo grupo apresentou análises amparadas pelo forte movimento de internacionalização, assim como importantes conceitos de competitividade abordados por Fialho (2006) e Machado (2005). O argumento central dessa abordagem é que a existência de oportunidades históricas e estruturais da economia brasileira, associada com o amadurecimento corporativo das empresas no sentido operacional e estratégico, impulsionou a circulação da produção nacional para o comércio internacional. (LOUREIRO; SANTOS, 1991).

É possível agregar nesta análise que tanto o arcabouço teórico trazido pelas análises dos índices financeiros das empresas, quanto o movimento de fusões e aquisições observadas entre 2006 e 2013 no Segmento de Carnes e Derivados, corroboraram significativamente para os movimentos de internacionalização e trouxeram valor para as empresas.

As consequências que resultaram em movimentos de fusões, aquisições e maior grau de internacionalização das empresas, objeto desse estudo, estão bastante evidentes e ratificadas pelos estudos antecessores. Neste estudo, listamos algumas variáveis independentes, classificadas em variáveis operacionais e conjunturais, que influenciam o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados. A medida de desempenho ou variável dependente utilizada neste estudo é o Market Value, porque aspectos como tamanho, faturamento ou ativo não definem tão precisamente a missão básica de maximização do valor ao acionista. Outros autores também ampliaram as contribuições no campo de estudo do desempenho empresarial, considerando o Market Value como variável dependente, tais como: Chaney, Devinney e Winer (1991), Markides e Ittner (1994) e Navissi e Naiker (2006), dentre outros.

## 1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Neste trabalho, procura-se responder ao seguinte problema de pesquisa: **os indicadores relacionados aos aspectos operacionais e conjunturais influenciam o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBovespa, no período de 2007 a 2013?**

## 1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

A questão é relevante, pois o foco empregado trará reflexões que auxiliam a tomada de decisão para diversos agentes econômicos (empresas, cooperativas e órgãos governamentais), bem como segmentos da indústria e do varejo que sofrem influência direta e indireta da oscilação de preço das exportações, matéria-prima e insumos ou do desenvolvimento de novas tecnologias de produção que promovam aumento de produtividade, com redução de custo, ou novas ferramentas de gestão que diluam os custos pelo incremento das receitas.

Adicionalmente, o delineamento da questão de pesquisa complementarará o estudo desenvolvido por Sehnem et al. (2012), fazendo inferências a hipóteses que não foram elucidadas. Dentre elas, destacam-se: i) indicadores intrínsecos relativos ao segmento de carnes e derivados que influenciam a variação do Market Value das empresas relacionadas; ii) relevância desses indicadores; e, por fim, iii) identificar a significância desses indicadores na determinação do Market Value.

O desenvolvimento dessa pesquisa justifica-se, portanto, pela incorporação de uma nova abordagem dentre as empreendidas até o momento. O estudo sobre os indicadores que influenciam o Market Value das empresas de Carnes e Derivados é relevante não apenas para o meio empresarial, como também para o acadêmico.

#### 1.4 OBJETIVOS DA PESQUISA

O principal objetivo neste estudo é identificar os indicadores relacionados aos aspectos operacionais e conjunturais que influenciam o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBovespa, no período de 2007 a 2013.

Os pressupostos existentes entre essas variáveis e o desempenho, englobam uma matriz na qual as empresas estão inseridas como vetores de transformação num contínuo processo de causa-efeito. Algumas empresas conseguem adicionar aos produtos uma marca, um valor, que lhe conferem posicionamento diferenciado no mercado. Esse posicionamento diferenciado constrói melhores resultados na medida em que se distancia do conceito de commodity que alguns produtos desse segmento possuem. Alguns produtos comercializados pelas empresas de alimentos processados (especialmente os “in natura”) são impactados diretamente pelas oscilações do mercado (insumos, matérias-primas, consumo, exportação e competição). Desta forma, os objetivos específicos são:

- a) Verificar se os resultados obtidos estão de acordo com o conhecimento empírico usualmente observado, no qual as variáveis conjunturais (representadas pelas exportações dos insumos e das matérias-primas) são significantes e influenciam o Market Value;
- b) Verificar junto à análise das variáveis conjunturais, se os esforços operacionais são significantes e influenciam o Market Value.

#### 1.5 HIPÓTESES DA PESQUISA

A consideração da relação existente entre as variáveis operacionais (controladas pela empresa) e conjunturais (movidas pelo mercado) é a base para a constituição das hipóteses, uma vez que essa conjectura contribuirá na provável explicação para o fenômeno estudado. (SLOMSKI, 2010). Dessa forma, os acordos para exportação de milho, soja, aves, suínos e carne bovina, afetam o preço médio dos produtos, as receitas, o consumo das proteínas, influenciando a dinâmica entre oferta-demanda, entre conjuntura-desempenho.

Alguns pontos são importantes na formulação das hipóteses propostas neste trabalho. O primeiro é a consideração de que o mercado externo rentabiliza melhor do que o mercado



interno, pelo posicionamento competitivo do produto nacional em relação à concorrência internacional.

Segundo, os insumos (milho e soja) possuem um papel decisivo para determinação do desempenho medido pelo Market Value, uma vez que é a principal fonte de alimentação de aves e suínos, constituindo um peso significativo no custo efetivo do produto.

Essas constatações nos levam às duas primeiras hipóteses desta pesquisa sobre as variáveis Conjunturais:

- a) Hipótese 1: O aumento das exportações, aumenta o Market Value das empresas.
- b) Hipótese 2: O aumento de preço dos insumos e matérias-primas, mantidas as condições de competitividade, mix de venda e custos de produção, reduz o Market Value.

O terceiro ponto importante na formulação das hipóteses propostas neste trabalho é em relação à renda. Na Teoria Geral, Keynes (1936) argumenta que, sobre a Lei Psicológica Fundamental, o consumo dos indivíduos aumenta, conforme o aumento da renda, porém não na mesma magnitude, porque há aumento da poupança. Em um modelo simplificado, conforme Vasconcellos, Greumand, Toneto Junior. (2011), os produtos e serviços adquiridos pelas pessoas, correspondem à receita das empresas e estas utilizam essa receita para adquirir matéria-prima e insumos para produção. Isto nos leva a outra hipótese desta pesquisa sobre as variáveis Conjunturais:

- c) Hipótese 3: O aumento do rendimento médio recebido pelo trabalhador aumenta o consumo, razão pela qual aumenta a receita das empresas, aumentando o Market Value.

Davis, Aquilano e Chase (2001), afirmam que a chave para o desenvolvimento de uma estratégia de produção efetiva está na compreensão sobre a criação de valor aos clientes. Skinner (1974), identificou cinco características como foco para a indústria, dentre as quais, neste momento, destaca-se o custo. A gestão eficiente dos custos envolvidos no processo produtivo é fator crítico para o desempenho das empresas. O alto grau de empresas que não chegam a completar cinco anos de operação está relacionado, dentre outros fatores, com a mensuração e controle dos custos. Essa constatação nos leva as últimas três hipóteses de pesquisa sobre as variáveis Operacionais:

- d) Hipótese 4: Os esforços para produzir demandam uma quantidade substancial de recursos, razão pela qual são importantes na determinação do resultado das

empresas, ou seja, quanto maior for a relação entre o custo das mercadorias vendidas e a receita líquida, menor será o Market Value.

- e) Hipótese 5: Os esforços para vender guardam uma relação importante na geração de receitas, através das operações de Marketing das empresas, portanto, quanto maior for a relação entre as despesas oriundas para gerar vendas e a receita líquida, menor será o Market Value.
- f) Hipótese 6: Os esforços para administrar frequentemente envolvem gestão de recursos administrativos críticos para a sobrevivência de longo prazo das empresas, desta forma, quanto maior for a relação entre despesas administrativas e a receita líquida, menor será seu Market Value.

## 1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

O capítulo 2 é dedicado a uma revisão da fundamentação teórica dos textos produzidos sobre o tema, bem como de uma análise conceitual sobre as métricas de desempenho financeiras tradicionais, seus índices, pontos fortes e fracos, além dos estudos e contribuições do modelo de Market Value para esta pesquisa. Na seção 2.1 será traçado um panorama sobre a literatura dos indicadores contábeis tradicionais e medidas de valor. Na seção 2.2 serão analisados os determinantes do Market Value nas empresas do segmento de Carnes e Derivados. Serão Apresentadas as variáveis Operacionais, que de acordo com Málaga (2012), são representadas pelos Esforços (para Vender, para Administrar e para Produzir), além das variáveis Conjunturais, desenvolvidas pelo conhecimento empírico do segmento de mercado. A seção 2.3 discutirá sobre as evidências empíricas mais representativas para este estudo. Na seção 2.4 serão mostradas as principais estratégias e potenciais riscos no segmento, especialmente a participação do grande número de fusões, aquisições e movimentos de internacionalização das empresas do setor. Por fim, a seção 2.5 apresentará os principais conceitos sobre a hipótese de eficiência de mercado. (FAMA, 1970).

O capítulo 3 aborda a metodologia utilizada na pesquisa. Descrever-se-á o método da pesquisa, o processo de seleção do segmento, a amostra, coleta dos dados, o Modelo de Regressão e, por fim, serão feitas algumas observações sobre as limitações das pesquisas.

O capítulo 4 apresentará os resultados da pesquisa em função dos objetivos e hipóteses propostos no trabalho. Os resultados serão detalhados. Serão apresentadas as tabelas

com as correlações entre as variáveis, o sumário do modelo e os coeficientes. Paralelamente a apresentação das tabelas, será discutida à luz das hipóteses formuladas.

O capítulo 5, por fim, trará as considerações finais em razão dos resultados obtidos, considerando os objetivos geral e específicos, e as hipóteses estabelecidas no estudo, além de apresentar as principais limitações e fornecer recomendações para futuros trabalhos ou linhas de pesquisa tendo como eixo teórico aqueles apontados neste estudo.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo pretende-se apresentar uma análise conceitual sobre as métricas de desempenho financeiras tradicionais, seus principais índices, pontos fortes e fracos, além de aprofundar a literatura sobre o Market Value, que é a medida de desempenho, ou variável dependente, utilizada neste estudo.

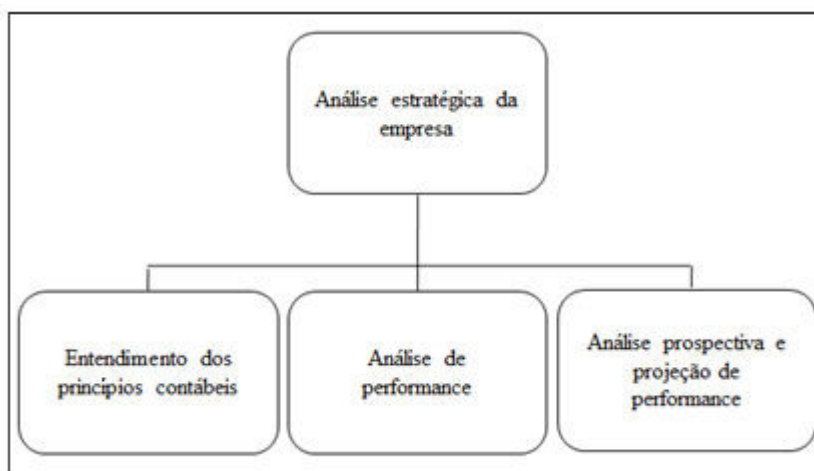
Dentre os temas da produção acadêmica no Segmento de Carnes e Derivados, destacam-se: estudos de elasticidade, análises fundamentalistas, estrutura de mercado, posicionamento competitivo, movimentos de internacionalização e fusões, e aquisições. Serão apresentadas as principais contribuições feitas pelos autores ao longo de vinte e um anos de pesquisa.

### 2.1 O DESEMPENHO NAS EMPRESAS

O desempenho nas empresas está associado com a evolução, o comportamento e os objetivos dos próprios administradores, nos meios pelos quais tomam as decisões e pela orientação na qual está inserida a empresa e a administração.

O ponto de partida para o entendimento do desempenho nas empresas repousa sobre dois pilares fundamentais: a) os indicadores financeiros e contábeis; b) os indicadores de geração de valor.

De acordo com Málaga (2012), uma análise criteriosa da performance de uma empresa não se resume aos índices e demonstrações financeiras, mas se deve sobretudo a uma estrutura de análise conforme a figura 2 abaixo:

**FIGURA 2 – AS QUATRO ETAPAS DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Fonte: adaptado de Málaga (2012, p. 22).

A análise estratégica envolve o conhecimento sobre a função-atividade da empresa, seu setor de atuação, mix de produtos, posicionamento competitivo, seus fornecedores, clientes e concorrentes. O entendimento sobre os princípios contábeis envolve conhecimento sobre investimentos, receitas, custos, despesas e financiamento. A análise de performance reflete decisões financeiras passadas que envolvem principalmente decisões de investimento, financiamento e sobre a operação. A análise prospectiva prevê a performance da empresa nos próximos períodos, baseada no entendimento da performance histórica da empresa. (MÁLAGA, 2012).

Os indicadores financeiros e contábeis são guias nos quais as informações contidas nas demonstrações são reorganizadas e constituídas para dar sentido a um determinado objeto de interesse. Ross, Westerfield e Jaffe (2011), destacam cinco áreas do desempenho financeiro:

#### 2.1.1 SOLVÊNCIA A CURTO PRAZO

Relaciona-se com a capacidade da empresa quanto ao pagamento das obrigações a curto prazo, ou seja, pagar as contas. Na medida em que existe um planejamento sobre o fluxo de caixa, a empresa é capaz de minimizar o descumprimento de suas obrigações financeiras. De acordo com o autor, os índices mais usados são: Índice de Liquidez Corrente e o Índice de Liquidez Seca.

Em sua análise sobre o valor da Liquidez, Damodaran (2007), admite que qualquer ativo não deve ser classificado entre aqueles “com liquidez” e aqueles de baixa liquidez, uma vez que todos possuem liquidez contínua, ou seja, todos os ativos têm baixa liquidez, mas em níveis diferenciados. Um ativo classificado com baixa liquidez deve ser, portanto, negociado a um preço inferior do que outro similar classificado com maior liquidez.

#### *2.1.1.1 Índice de Liquidez Corrente*

O índice indica a capacidade da empresa em honrar suas obrigações financeiras no curto prazo. De acordo com Málaga (2012), o índice deve ser maior do que um, informando que a empresa tem ativos ou investimentos no curto prazo suficientes para honrar seus compromissos financeiros. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Total dos Ativos Circulantes}}{\text{Total dos Passivos Circulantes}}$$

O Índice de Liquidez Corrente deve ser calculado em vários períodos de tempo diferentes para que se obtenha uma perspectiva histórica e seja comparado entre empresas do mesmo setor.

#### *2.1.1.2 Índice de Liquidez Seca*

O índice indica a capacidade de pagamento do Passivo Circulante, considerando que o estoque não teria valor. O estoque, segundo Málaga (2012), assim como o setor de contas a receber, é geralmente o principal investimento de curto prazo, sendo que a exclusão do estoque do numerador é uma atitude conservadora. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Índice de Liquidez Seca} = \frac{\text{Total dos Ativos Circulantes} - \text{Estoques}}{\text{Total dos Passivos Circulantes}}$$

## 2.1.2 ATIVIDADE

Relaciona-se com a capacidade da empresa em gerir os investimentos realizados em ativos, ou seja, é uma medida de eficácia dos ativos geridos pela empresa. Um fator importante para a gestão do desempenho em relação aos índices de atividade está relacionado com a comparação, a relação, entre o ativo e o volume de vendas. Através dessas relações decorrem as análises sobre os índices de Giro do Ativo Total, Giro do Contas a Receber e Giro do Estoque.

### 2.1.2.1 Giro do Ativo Total

O índice indica o tamanho do ativo empenhado na sustentação de um nível específico de vendas, ou de outra forma, os valores de venda gerados por cada unidade monetária de ativos. (HELFERT, 2004). Seu cálculo é dado por:

$$\text{Giro do Ativo Total} = \frac{\text{Venda Líquida}}{\text{Ativo Total}}$$

Se o valor do índice for elevado, então a empresa estará usando seus ativos eficazmente, no sentido de geração de vendas. Por outro lado, se o valor for baixo, a empresa deve procurar alternativas para aumentar suas vendas ou reduzir alguns dos ativos que não estejam gerando valor eficazmente. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011).

### 2.1.2.2 Giro do Contas a Receber

O índice indica o sucesso com o qual a empresa está gerenciando seu investimento em contas a receber, e seu valor, combinado com o prazo médio de recebimento, reflete a política de crédito concedida pela empresa, ou seja, se o saldo de suas contas a receber estiver elevado, a empresa está usando uma política de crédito mais liberal. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Giro do Contas a Receber} = \frac{\text{Venda Líquida}}{\text{Contas a Receber}}$$

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{\text{Número de dias no período}}{\text{Giro do Contas a Receber}}$$

### 2.1.2.3 Giro do Estoque

O índice indica a velocidade com a qual o estoque é produzido e vendido. Pelo fato do estoque ser contabilizado em termos de custo histórico, ele deve ser comparado com o custo das mercadorias vendidas e não às vendas. Quando considerado o número de dias no período sobre o giro de estoques, tem-se o índice de dias de vendas em estoque. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Giro do Estoque} = \frac{\text{Custo das Mercadorias Vendidas}}{\text{Estoque}}$$

$$\text{Dias de Vendas em Estoque} = \frac{\text{Número de dias no período}}{\text{Giro do Estoque}}$$

### 2.1.3 ALAVANCAGEM FINANCEIRA

Relaciona-se com a proporção de recursos de terceiros na qual a empresa se apoia, em lugar de recursos próprios. Brigham e Ehrhardt (2010), indicam implicações importantes para empresas que utilizam financiamento com dívida: manutenção do controle acionário, sem aumento do investimento, atenção dos credores para o capital patrimonial, ou seja, quanto maior a proporção de capital fornecido pelos acionistas, menor o risco incorrido pelos credores, além de possibilidade de ganhos sobre investimentos financiados em comparação com juros pagos, gerando aumento de retorno, “alavancado”, sobre o capital dos proprietários.

Os índices destacados por Brigham e Ehrhardt (2010), Matarazzo (2010) e Gitman (2001), são os Índices de Endividamento e Cobertura de Juros. As medidas de Alavancagem Financeira são ferramentas de orientação sobre a probabilidade de insolvência ou dificuldade financeira que a empresa pode enfrentar.



### 2.1.3.1 Índice de Endividamento

O índice indica proteção dos credores contra a insolvência e a capacidade de obtenção de financiamento adicional pelas empresas. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Índice de Endividamento} = \frac{\text{Total das Dívidas}}{\text{Total dos Ativos}}$$

Cabe ressaltar, conforme afirmam Ross, Westerfield e Jaffe (2011), que as dívidas são apresentadas pelo saldo devedor no balanço, portanto, não está com ajuste corrente em função de juros. É importante salientar que o valor contábil da dívida pode ser consideravelmente diferente de seu valor de mercado. Além disso, podem existir dívidas que não aparecem no balanço.

### 2.1.3.2 Cobertura de Juros

O índice indica a capacidade de pagamento de juros da empresa, ou seja, mede quanto o lucro operacional pode cair antes que a empresa torne-se incapaz de honrar seus custos com juros. (BRIGHAM; EHRHARDT, 2010).

Ross, Westerfield e Jaffe (2011), sugerem a inclusão da depreciação ao lucro, quando se calcular o índice, assim como incluir as despesas de financiamento, amortizações e aluguéis, por exemplo. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Cobertura de Juros} = \frac{\text{Lucro antes de Juros e Impostos}}{\text{Despesas de Juros}}$$

Empresas com fluxos de caixa previsíveis possuem uma tendência maior para a capacidade de endividamento, em relação às empresas com fluxos incertos. Uma medição adicionalmente importante é o desvio-padrão dos fluxos de caixa, comparado com o fluxo médio de caixa.

#### 2.1.4 RENTABILIDADE

Relaciona-se com a lucratividade da empresa. Dois pontos, adicionalmente são importantes na mensuração da lucratividade: i) “os lucros correntes podem ser uma medida muito pobre da verdadeira rentabilidade futura”, uma vez que a empresa pode sacrificar lucros correntes em função de uma perspectiva de rentabilidade superior no futuro; ii) as medidas contábeis de rentabilidade ignoram o risco, pois “seria incorreto concluir que duas empresas com lucros correntes idênticos estariam sendo igualmente rentáveis se uma delas tivesse mais risco do que a outra”.

Porém, o problema conceitual mais importante está relacionado com o padrão de comparação. Por exemplo, “o retorno sobre o patrimônio líquido mistura o desempenho operacional com a estrutura financeira ou o retorno sobre o ativo porque inclui diversas inconsistências entre numerador e denominador”. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Os índices mais usados, de acordo com Matarazzo (2010), Brigham e Ehrhardt (2010) e Gitman (2001), são: Margem de Lucro Líquida, Retorno Líquido sobre Ativos, Retorno sobre o Capital Próprio e o Índice de Payout.

##### 2.1.4.1 Margem de Lucro Líquida

O índice indica a capacidade de uma empresa não apenas de ser bem gerida para recuperar os custos alocados na mercadoria ou na prestação do serviço, como também para recuperar as despesas operacionais e o custo do financiamento obtido, gerando uma margem de compensação aos proprietários por colocarem o capital em risco. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Margem de Lucro Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Total}}$$

A relação entre o Lucro Líquido e as Receitas Operacionais Totais (vendas) indica a eficiência do custo/preço global da operação. (HELFFERT, 2004).

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2011), a margem de lucro líquida não é medida direta de rentabilidade, porque está baseada na receita operacional total e não no investimento efetuado em ativos pela empresa ou pelos acionistas.

Empresas que competem com base em preço, a exemplo das empresas do setor de commodities, possuem margens reduzidas, na maior parte dos casos. A redução temporal da margem é um indicador de perda de poder competitivo da empresa, por isso sua evolução deve ser observada. (MÁLAGA, 2012).

#### 2.1.4.2 Retorno Líquido sobre Ativos

O índice indica uma medida de desempenho gerencial que relaciona o lucro líquido com os ativos totais. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Retorno Líquido sobre Ativos} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Málaga (2012), Helfert (2004) e Ross, Westerfield e Jaffe (2011), indicam que utilizar ativos médios para o período ao invés de saldos finais é apropriado, porque possibilita levar em consideração as alterações provenientes de crescimento, queda ou outros fatores significativos sobre a empresa (reestruturações e aquisições). Além disso, o retorno sobre os ativos operacionais permite a ligação de alguns índices financeiros. Essa relação é chamada de sistema Dupont de controle financeiro. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Retorno sobre Ativos} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Total}} \times \frac{\text{Receita Operacional Total}}{\text{Ativo Total}}$$

$$\text{Retorno sobre Ativos} = \text{Margem de Lucro} \times \text{Giro do Ativo}$$

As empresas podem aumentar o Retorno sobre Ativos operacionais elevando sua margem de lucro ou o giro do ativo. Na prática, a concorrência elimina ou limita o crescimento da margem e do giro ao mesmo tempo, portanto é útil equilibrar essa ênfase, seja no giro ou na margem.

### 2.1.4.3 Retorno sobre Capital Próprio

O índice mais comum que indica o retorno sobre o investimento dos proprietários. Ele define a viabilidade do negócio no médio e longo prazo. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Retorno sobre Capital Próprio} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Conforme afirma Helfert (2004), não é necessário fazer qualquer ajuste para os juros, porque o lucro líquido disponível para os acionistas foi deduzido. No entanto, conforme sugere o autor, é importante a consideração de eventos não-recorrentes ou incomuns nesta análise.

Málaga (2012), Helfert (2004) e Ross, Westerfield e Jaffe (2011), indicam que utilizar o patrimônio líquido médio para o período ao invés de saldos finais é apropriado, porque é importante observar as operações que aumentam ou reduzem o patrimônio dos acionistas durante o período.

### 2.1.4.4 Índice de Payout

O índice indica a proporção do lucro distribuída sob forma de dividendos em dinheiro. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Índice de Payout} = \frac{\text{Dividendos em Dinheiro}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Esse índice guarda relação importante com o estilo da empresa. As empresas de alto crescimento tendem a pagar baixa proporção de lucro, porque preferem reinvestir para sustentar o crescimento. Por outro lado, as empresas estáveis ou com crescimento moderado tendem a pagar proporções maiores. Outras optam em não pagar nenhum dividendo ou apenas distribuem bonificações. (HELFBERT, 2004).

### 2.1.5 VALOR

Relaciona-se com uma característica muito importante, e que não está nas demonstrações contábeis, que é seu valor de mercado. O valor de mercado é o produto entre o preço de mercado da ação e o número de ações existentes. Ross, Westerfield e Jaffe (2011), afirmam que o preço de mercado representa palpite a respeito do real valor dos ativos de uma empresa. Desta forma, em um mercado eficiente, o preço de mercado da ação reflete todos os fatos relevantes a respeito da empresa, portanto, revelam o verdadeiro valor dos ativos subjacentes da empresa.

Os índices de valor são: Índice preço/lucro, Taxa de Dividendo, Valor de Mercado/Valor Patrimonial, Índice Q, EVA (Economic Value Added) e o Market Value.

#### 2.1.5.1 Índice Preço/Lucro

O índice indica a relação entre o preço da ação em bolsa e o lucro por ação em um determinado período. A simplicidade faz desse índice uma escolha atraente em aplicações, mas ele está relacionado aos fundamentos da empresa. (DAMODARAN, 2006). Seu cálculo é dado por:

$$\text{Índice Preço/Lucro} = \frac{\text{Preço da ação na bolsa}}{\text{Lucro por ação}}$$

O maior problema do Índice preço/lucro está nas variações do lucro por ação usado no cálculo. Segundo Damodaran (2006), a medida mais comum do Índice preço/lucro divide o preço atual pelo lucro por ação no último ano fiscal, resultando no Índice preço/lucro corrente. Há também o Índice preço/lucro passado, que considera o preço da ação e divide pela soma do lucro por ação dos últimos quatro resultados trimestrais. O Índice preço/lucro futuro considera o lucro esperado por ação no próximo exercício fiscal.

Ainda de acordo com Damodaran (2006), os determinantes do Índice preço/lucro são: crescimento, risco e payout.

### 2.1.5.2 Taxa de Dividendo

O índice indica a percepção do mercado em relação às perspectivas futuras de crescimento. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Taxa de Dividendo} = \frac{\text{Dividendo por ação}}{\text{Preço de mercado da ação}}$$

Essa é uma medida do retorno do investimento dos proprietários sobre os dividendos. O índice é pouco útil como ferramenta de comparação com outras empresas, porque as políticas de dividendos são distintas entre as empresas. (HELFBERT, 2004).

### 2.1.5.3 Valor de Mercado/Valor Patrimonial

O índice relaciona o valor de mercado atual da ação, com o valor patrimonial no balanço patrimonial. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Valor de Mercado} = \frac{\text{Valor de mercado por ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}}$$

O Índice Valor de Mercado/Valor Patrimonial, de acordo com Helfert (2004), deixa a desejar, porque não é uma medida econômica de desempenho, pois relaciona lucro e valores contábeis. Este índice é, portanto, um passo inicial sobre o desempenho e avaliação de perspectiva de longo prazo.

### 2.1.5.4 Índice Q

O índice indica a relação entre o valor de mercado do capital de terceiros, mais o valor de mercado do capital próprio da empresa e o valor de reposição dos seus ativos. Seu cálculo é dado por:

$$\text{Índice Q} = \frac{\text{Valor de mercado do cap. terceiros} + \text{Valor de mercado do cap. próprio}}{\text{Valor de reposição de seus ativos}}$$

Segundo Famá e Barros (2000), o valor de reposição dos ativos é definido como o desembolso monetário necessário para comprar a capacidade produtiva da firma, ao menor custo, e com a mais moderna tecnologia disponível.

Desta forma, se o Índice Q for maior do que 1, haverá incentivo para novos investimentos em relação a outra empresa com Índice inferior a 1. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2011), as empresas com Índice Q mais elevado tendem a ser aquelas com oportunidade de investimento atraentes ou que possuem vantagem competitiva importante.

O Índice Q é rico em suas interpretações e se mostra útil em diversas linhas de pesquisa como apresenta. (FAMÁ; BARROS, 2000).

#### 2.1.5.5 EVA® (*Economic Value Added*)

O índice indica de forma apropriada as transações envolvidas na criação de valor. É calculado relacionando a diferença entre a taxa de retorno sobre o capital e o custo do capital, multiplicado pelo valor econômico-contábil do capital destinado ao empreendimento. (STEWART, 1991). Seu cálculo é dado por:

$$EVA^{\circledR} = (\text{taxa de retorno} - \text{custo de capital}) \times \text{capital}$$

Ainda de acordo com o autor, o EVA® é a diferença entre os lucros que a empresa extrai de suas operações e os encargos nos quais incorre, em função do uso dessa linha de crédito.

O EVA® aumenta quando lucros operacionais são gerados sem investimento de recursos no empreendimento, quando o capital adicional proporciona mais retorno do que o custo de obtenção de capital novo e quando novos investimentos são cortados em operações abaixo do padrão (retornos inadequados estão sendo gerados).

#### 2.1.5.6 *Market Value*

O Market Value é o valor apurado não a partir da contabilidade, mas aquele efetivamente considerado na venda de um ativo ou da própria empresa. Ele é fundamental para a gestão organizacional e decorrente do mercado, ou seja, é o resultado da multiplicação

da quantidade de ações, pelo seu valor unitário, em certa data. Na avaliação de ativos ou de empresas de capital aberto, Damodaran (2007) e Copeland, Koller e Murrin (2002) descrevem o fluxo de caixa descontado como o principal modelo para avaliar oportunidades específicas de investimento ou a empresa como um todo. Em termos gerais, o valor de uma empresa pode ser formulado como:

$$\text{Valor de uma empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de caixa esperado}_t}{(1+i)^t} + \frac{\text{Valor terminal}_n}{(1+i)^n}$$

Existem quatro elementos importantes na previsão do fluxo de caixa, conseqüentemente no processo de avaliação do valor de uma empresa, de acordo com Damodaran (2007):

- a) **A duração do período de crescimento extraordinário:** refere-se ao período em que a empresa sustentará um alto crescimento. Essa fase pressupõe implicitamente a consideração de retornos que excedem o custo de capital. Num mercado competitivo, o retorno que excede o custo de capital atrai novos concorrentes, razão pela qual desaparece com o tempo.
- b) **A previsão detalhada dos fluxos de caixa esperado:** após definido o período de crescimento extraordinário, descreve-se como a empresa se desenvolverá nos próximos anos, considerando seus dados históricos, as informações da administração, bem como dos analistas que a monitoram.
- c) **O cálculo do valor terminal:** em função de não poder estimar fluxos de caixa para sempre, após a previsão do fluxo de caixa descontado até o período estabelecido, calcula-se um valor terminal que possa refletir o valor da empresa no ponto “n”. Esse valor terminal pode ser representado de três formas: considerar a liquidação da empresa e estimar quanto os outros pagariam pela empresa até aquele ponto; aplicar um múltiplo a lucro, receita ou valor contábil; e considerar que os fluxos de caixa da empresa crescerão a uma taxa constante. Com taxa constante, o valor terminal pode ser estimado por um modelo de crescimento perpétuo.
- d) **A taxa de desconto (i):** reflete o risco dos fluxos de caixa estimados, onde fluxos de caixa com risco mais elevado possuem taxas de desconto maiores.



Há duas formas de analisar o risco: considerando a probabilidade da empresa não pagar, no prazo, um compromisso, sendo o custo da dívida a taxa que reflete o risco de inadimplência, e em termos da variação dos retornos reais em comparação com os retornos previstos, quanto maior a variação, maior o risco.

Alguns autores estudaram e publicaram, através de *papers*, *journals* e artigos, a relação entre o Market Value com diversos fatores para mensurar performance ou simplesmente buscar correlações entre as variáveis. Dentre eles, destacamos os estudos de Banz (1981), Basu (1983), Chaney, Devinney e Winer (1991), Copeland e Friedman (1992), Markides e Ittner (1994), O'byrne (1996), Beaver, Ryan e Wahlen (1997), Alnajjar e Riahi-Belkaoui (1999), Navissi e Naiker (2006) e Hua-Wei et al. (2006).

**QUADRO 1 – ESTUDOS SOBRE MARKET VALUE**

<b>Autores</b>	<b>Considerações</b>
Banz (1981), Journal of Financial Economics.	O estudo examinou a relação entre retorno e o Market Value das ações negociadas na NYSE.
Basu (1983), Journal of Financial Economics.	O estudo examinou a relação entre rendimentos, Market Value e tamanho das ações negociadas na NYSE.
Chaney, Devinney e Winer (1991), Journal of Business.	O estudo examinou o impacto do lançamento de novos produtos sobre o Market Value.
Copeland e Friedman (1992), The Journal of Business.	O estudo trouxe resultados sobre o papel do Market Value da informação no mercado de ativos.
Markides e Ittner (1994), Journal of International Business Studies.	O estudo examinou as consequências de aquisições internacionais feitas por empresas americanas sobre o Market Value dessas empresas.
O'byrne (1996), Journal of Applied Corporate Finance.	O estudo examinou o link teórico e prático entre o EVA® e o Market Value.
Beaver, Ryan e Wahlen (1997), Financial Analysts Journal.	O estudo examinou a relação positiva entre anúncios de perdas oriundas de provisões de empréstimo e aumento de valor dos bancos.

Continua

Alnajjar e Riahi-Belkaoui (1999), <i>Managerial Finance</i> .	O estudo examinou a relação sobre o grau de internacionalização das empresas, lucros e Market Value.
Navissi e Naiker (2006), <i>Managerial Finance</i> .	O estudo examinou a relação entre investidores institucionais e o Market Value.
Hua-Wei et al. (2006), <i>The Business Review</i> .	O estudo examinou o impacto do processo de administração do conhecimento sobre o Market Value.

Fonte: Barros Filho (2014, 33-34).

Os resultados alcançados pelo estudo de Chaney, Devinney e Winer (1991), desafiaram algumas hipóteses da pesquisa e alguns conceitos na literatura de Marketing e Planejamento Estratégico, dentre as quais estão: empresas que inovam recebem um prêmio que as diferencia em relação às empresas similares que não inovam; empresas pequenas deveriam ter um incremento considerável no Market Value por qualquer tipo de inovação; o valor da inovação deveria ser maior para empresas baseadas na indústria tecnológica e a disponibilidade de informações sobre produtos a serem lançados é negativamente correlacionada com o impacto visto no dia do anúncio formal de lançamento, ou seja, quanto maior for a disponibilidade antecipada da informação de um novo produto, menor será seu valor no dia do lançamento. Os resultados da análise de regressão confirmaram que empresas que inovam recebem um prêmio em comparação às empresas similares que não inovam, além disso, novos produtos em empresas do segmento químico, farmacêutico, petrolífero e de equipamentos elétricos afetam positivamente o Market Value dessas empresas.

As contribuições do estudo de Markides e Ittner (1994) sobre aquisições internacionais realizadas por 276 empresas americanas no período de 1975 a 1988, apresentaram evidências de que o efeito da internacionalização dessas empresas sobre o Market Value é uma função da natureza da aquisição (se forem hostis ou não), do nível de concentração do mercado e do ambiente macroeconômico. Uma significativa proporção de efeitos benéficos sobre o Market Value procede da saúde e controle dessas variáveis.

Os estudos conduzidos por Navissi e Naiker (2006), através de uma análise de regressão em 123 empresas com informações financeiras disponíveis, sugeriram que a participação de investidores institucionais é positivamente correlacionada com o Market Value das empresas com baixos níveis de concentração de propriedade. Com o aumento de concentração de propriedade, o impacto sobre o Market Value torna-se negativo.

## 2.2 OS DETERMINANTES DO MARKET VALUE NAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE CARNES E DERIVADOS

O ambiente de operação no qual a empresa está inserida ganha cada vez mais complexidade à medida em que novos determinantes ou indicadores de desempenho são incluídos em sua gestão. A mecânica de interação entre esses determinantes, seu respectivo peso dentro da estrutura específica de cada empresa e a dinâmica de evolução sobre os objetivos das empresas, do mercado e do governo determinam o resultado da empresa.

A estrutura competitiva da evolução brasileira no mercado de carnes e derivados foi analisada por Machado (2005), de modo que a pesquisa evidenciou os efeitos que a estrutura e a posição da economia agroindustrial exportadora do país representam para essa diferenciada condição competitiva, pois, à medida que a condição de competitividade brasileira foi desenvolvida e representada fortemente pelas condições de insumos, terra, mão de obra, tecnologia e expansão de mercado, o desempenho começou a traduzir-se em vantagem comparativa superior e melhores resultados para nossa balança comercial, melhores resultados para nossas empresas.

De acordo com Málaga (2012), as empresas empenham três grandes esforços na sua operação. São eles: esforços para gerar os produtos (CMV), esforços para administrar a empresa (despesas administrativas) e esforços para vender (despesas com vendas).

Esses três grandes esforços podem ser verificados diretamente na DRE (Demonstração do Resultado do Exercício). São os mais representativos e podem ser comparados relativamente entre as empresas quando divididos pela receita líquida. O autor afirma que são medidas de eficiência operacional.

Desta forma, em face do proposto por Málaga (2012), as variáveis operacionais determinadas neste estudo são:

### 2.2.1 ESFORÇOS PARA PRODUZIR

Os esforços empreendidos para produção são representados neste trabalho pela relação entre o custo total das mercadorias vendidas e a receita líquida obtida pela comercialização dos produtos, ou seja, é determinada por:

$$\textit{Esforços para Produzir} = \frac{\textit{Custo das Mercadorias Vendidas}}{\textit{Receita Líquida}}$$

A mensuração desse indicador nas empresas listadas na BM&FBovespa, no Segmento de Carnes e Derivados e a contribuição dele para o estudo residem no fato de que o controle de estoque é que pode influenciar o Market Value (seja pela aplicação de dinheiro, seja pela rotação ou na medida de eficiência em que está sendo atingida, além do discernimento sobre compras), haja vista à taxa de mortalidade das empresas, medida pelo SEBRAE (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas), onde as variáveis relacionadas ao planejamento e gestão são críticas para a continuidade das operações.

O Esforço para Produzir varia de empresa, de segmento, de período, enfim, de uma série de fatores em função de estoque, compras, eficiência e gestão. Porém no segmento objeto deste estudo, é nítida a contribuição e importância desse indicador para o Market Value, uma vez que o CMV contempla tanto custos fixos, quanto custos variáveis que estão ligados intrinsecamente à operação/produção da empresa.

### 2.2.2 ESFORÇOS PARA VENDER

A distribuição de recursos para a venda requer um conjunto de conhecimentos profundos sobre a operação de Marketing das empresas, pois engloba fatores relacionados com abertura e retenção de clientes, políticas e diretrizes comerciais, concorrência, segmentação de mercado, posicionamento e lançamento de produtos, enfim, da gestão de vendas.

Segundo Kotler (2000), a estratégia da força de vendas tem implicação em sua estrutura. A avaliação global das forças, fraquezas, oportunidades e ameaças constituem uma matriz, na qual, o bottom line traduz a capacidade de obtenção de lucro. De acordo com o autor, ninguém questiona a importância da força de vendas, entretanto as empresas são sensíveis a custos altos e crescentes (campanhas, comissões e bonificações). Os profissionais de vendas devem saber analisar dados de vendas, medir o potencial de mercado, coletar inteligência de mercado e desenvolver estratégias e planos de Marketing.

Neste trabalho, o esforço empreendido para venda é dado pela relação entre as despesas com vendas e a receita líquida obtida pela empresa, no igual período. Ou seja, é determinada por:

$$\textit{Esforços para Vender} = \frac{\textit{Despesas com Vendas}}{\textit{Receita Líquida}}$$

Como dito acima, os impactos da gestão de vendas dependem de fatores internos e externos à empresa. O Esforço para Vender também varia de empresa, de segmento, de período.

No estudo de Machado (2005), o resultado do efeito do crescimento mundial, dado pelo consumo no Segmento de Carnes e Derivados, pelo esforço do governo e das empresas brasileiras, proporcionou aumento de receitas para novos mercados, sobretudo aqueles que apresentavam maior dinamismo da demanda ou cresciam acima da média mundial.

O esforço alocado com o aumento das despesas com vendas, associado com os esforços alocados na produção, proporcionaram vantagens comparativas para o produto nacional diante dos demais competidores mundiais. (MACHADO, 2005).

### 2.2.3 ESFORÇOS PARA ADMINISTRAR

Os esforços empreendidos na administração são representados neste trabalho pela relação entre as despesas administrativas e a receita líquida, ou seja, é determinado por:

$$\textit{Esforços para Administrar} = \frac{\textit{Despesas Administrativas}}{\textit{Receita Líquida}}$$

Os dados da pesquisa sobre o monitoramento da sobrevivência e mortalidade de empresas, realizada pelo SEBRAE (2008), no período de 1998 a 2007, ao mesmo tempo em que traçam uma radiografia sobre as pequenas e micro empresas paulistas, fornecem informações valiosas sobre as razões de sucesso e fracasso dos negócios no estado.

Dois fatores requerem bastante atenção sobre a sobrevivência das pequenas empresas ao longo do período da pesquisa: planejamento e gestão.

O conceito utilizado por Stoner e Freeman (1999), sobre Administração, engloba e expande os dois fatores apontados na pesquisa do SEBRAE como os mais representativos para a continuidade dos exercícios das empresas, na medida em que agrega fatores relacionados com liderança, controle e utilização de todos os recursos disponíveis da organização para alcançar os objetivos estabelecidos.

O planejamento, conforme Stoner e Freeman (1999), significa pensar antecipadamente em suas ações e objetivos a partir de algum método. Os planos são as linhas-mestras pelas quais a organização obtém e aplica os recursos necessários ao alcance dos seus objetivos, fazendo seus membros realizarem atividades consistentes com os objetivos e procedimentos escolhidos, sendo portanto os objetivos monitorados e medidos de modo que possam ser tomadas atitudes corretivas caso ele não esteja sendo satisfatório.

Os esforços apontados por Stoner e Freeman (1999) acerca da administração, envolvem necessidades específicas de visão (capacidade de enxergar além do que é, mas também do que pode ser), necessidade de ética, de diversidade cultural e de treinamento contínuo.

#### 2.2.4 AS VARIÁVEIS CONJUNTURAS: MILHO, SOJA, EXPORTAÇÕES, PREÇOS (AVES, SUÍNOS E BOVINOS) E RENDIMENTO DO TRABALHADOR BRASILEIRO.

A economia brasileira desde a época colonial até 1930 teve uma dependência bastante significativa das exportações de commodities agrícolas. Com um cenário suscetível às crises no mercado internacional, o país enfrentou diversos ciclos de euforia e retração em função da vulnerabilidade de uma economia agroexportadora. (VASCONCELLOS; GREUMAUD; TONETO JÚNIOR, 2011).

Os insumos (milho e soja) representaram, e ainda representam, oportunidades e ameaças no cenário econômico para o desempenho do país e de empresas que possuem influência dessas commodities em sua operação.

Respeitando a proporcionalidade da participação em cada caso específico, é plenamente observável que as oscilações nos insumos oferecem ganhos e perdas para o desempenho das empresas quando não previstas, analisadas ou administradas. De acordo com Martins, A. P. (2010), os principais componentes da ração (milho e soja) são responsáveis por

cerca de 65% do custo de produção de suínos e esse percentual é ainda maior na produção de aves (cerca de 70%).

Ainda em conformidade com Martins A. P. (2010), o entendimento das inter-relações de insumos, exportações e preço da matéria-prima é relevante no que diz respeito à tomada de decisão que envolve a produção, gerando, assim, melhor previsibilidade da rentabilidade.

Outro fator bastante relevante destacado pelo autor é que cerca de dois terços do milho produzido no Brasil é consumido na produção de aves e suínos.

O mercado brasileiro é um dos maiores produtores de milho e soja no mundo. O consumo do produto se dá em diversas áreas que passam pelo consumo humano, alimentação dos animais, bebidas, produtos farmacêuticos, papel, enfim, porém a principal utilização é na atividade de criação de aves e suínos.

As exportações de milho e soja provocam oscilações nas condições comerciais conjunturais entre países e empresas. Elas também influenciam o preço das matérias-primas (bovinos, aves e suínos), na medida em que representam uma parcela significativa na alimentação diária desses animais.

Bacchi (1994) observou que as oscilações no preço do frango, no período compreendido entre 1978 e 1991, causaram variações também nos preços de suínos e bovinos.

A transmissão da variação de preço do bovino para aves e suínos não foi descartada pelo estudo, porém, não foi identificada causalidade no sentido de preço do suíno para o preço do bovino e frango. (MARTINS, A. P., 2010).

Por fim, o estudo da transmissão de preço, como elemento controlador do mecanismo de troca, reverte-se de singular importância não somente para o governo, no sentido de formular e aplicar políticas eficientes para o segmento de carnes e derivados, como também para as empresas que buscam aumentar ou melhorar a rentabilidade da sua operação, em um ambiente altamente competitivo e comoditizado. (MARTINS, A. P., 2010).

O mercado interno tem um imenso potencial para o consumo de alimentos, notadamente a carne bovina, suína e de frango. De acordo com o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento MAPA, o consumo das três proteínas indica crescimento nos próximos 10 anos. Para a carne bovina, a expectativa é de um aumento de 42,8% no consumo, para a carne de frango, 26,2% e para a carne suína 18,9%.

O estudo de Carvalho (2007), buscou evidências de quanto a renda impacta o consumo da carne bovina, suína e frango no Brasil. O conhecimento do impacto das variações da renda sobre a demanda por carnes, expresso pela elasticidade, é de suma importância para a formulação de estratégias de ofertas dos produtos a médio e longo prazo.

A população brasileira consumiu per capita cerca de 94 quilos de carne, em 2010, considerando as carnes bovina, aves e suína. Isso representa um crescimento de 17,5% em relação a 2001, quando o consumo foi de 80 quilos, de acordo com a Informa Economics - FNP. O consumo por habitante/ano da carne de aves é de 44,7 quilos, da carne bovina 35 quilos e da carne suína 14,8 quilos.

Do ponto de vista da ingestão de proteína animal, em relação a outros países em desenvolvimento, o consumo per capita do Brasil das três proteínas juntas é significativamente grande. Essa evolução reflete concomitante o estado de dois fatores fundamentais: aumento da oferta e aumento do rendimento médio do trabalhador.

De acordo com Almeida (2006), conhecer a demanda por alimentos permite contribuir com a indústria no sentido de direcionar as suas estratégias e políticas de investimento.

Em se tratando do estudo da renda-consumo de carne bovina, as conclusões apresentadas por Carvalho (2007), apontaram que as famílias com maior poder aquisitivo gastaram mais financeiramente em relação às famílias com menor renda. No caso da carne de frango e da carne suína, o consumo tornou-se representativo percentualmente nas famílias com rendimentos médios entre R\$ 1.000 e R\$ 1.200.

Os coeficientes de determinação da relação elasticidade-renda para todas as regiões do país, no que se refere ao consumo de carne bovina de primeira, foram superiores a 96%, ou seja, a renda contribui decisivamente para explicar o consumo de carne bovina. Em relação à carne suína, o coeficiente de determinação para a relação elasticidade-renda também foi bastante significativo, principalmente na região Centro-Oeste do país. Finalizando a análise, a carne de frango tem elasticidade média mais significativa para a região Nordeste. (CARVALHO, 2007).

As considerações, portanto, apontadas pelo estudo de Carvalho (2007), foram significativas no sentido de evidenciar a importância da renda para o consumo no Segmento de Carnes e Derivados. Existem particularidades na elasticidade-renda por região e tipo de



proteína (carne bovina, suína e frango), porém os resultados indicaram relação positiva entre aumento da renda e aumento do consumo de carnes.

### 2.3 CONSIDERAÇÕES SOBRE AS EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Alguns fatores observados no estudo do segmento de carnes e derivados são latentes e constroem um panorama ilustrativo da própria consolidação e transformação da indústria de alimentos nacional. Este segmento, conforme classificação setorial designada pela BM&FBovespa, possui grande peso e responsabilidade na sustentação da dinâmica macroeconômica do país.

Como parte representativa desse panorama destacam-se os trabalhos de Caleman, Cunha e Alcantara (2009), Silva e Scapin (2010), Sehnem et al. (2012) e Rodrigues (2012), não apenas por buscarem características importantes do segmento, seu processo de evolução, suas estratégias operacionais de gestão de custos, seus indicadores financeiros e a evidenciação da geração de valor, mas também por clarificarem os avanços atingidos, relacionando muitas vezes esses avanços ao ciclo de desempenho das empresas representativas no cenário nacional.

Conforme afirma Caleman, Cunha e Alcantara (2009), o grau de endividamento, resultado de um considerável movimento de fusões e aquisições e a internacionalização associada com as incertezas e conjecturas do mercado internacional, demanda e inadimplências, respondem por alguns dos desafios encontrados pelo setor.

Como destaca o autor, esses desafios reconduzem a estratégia das empresas em pelo menos 4 sentidos: i) atuação no nível de alavancagem da estrutura financeira; ii) redirecionamento do foco de atuação no mercado interno e externo; iii) adequação da estrutura operacional com foco na rentabilidade e viabilidade de unidades industriais; iv) alinhamento das atividades e resultados ao core do negócio. Além disso, é destacado o enfoque na gestão eficiente dos recursos produtivos e financeiros.

As considerações de Caleman, Cunha e Alcantara (2009) sobre a estrutura de mercado da indústria, permitem-nos inferir que o mercado nacional é extremamente relevante e bastante representativo para o desempenho atingido pelas empresas, principalmente na disposição das unidades industriais nos estados, bem como da logística abastecedora dos centros comerciais e urbanos. O grau de concentração é alto sob os aspectos relacionados à

parcela de mercado atingida pelas empresas, seu poder de atuação e eficiências econômicas geradas. As importações são baixas ou pouco relevantes, principalmente em relação ao fator preço, uma vez que o produto nacional possui grande competitividade em função de diversos fatores estruturais. Finalmente, a rivalidade entre as empresas mostrou-se alta no estudo.

A possibilidade de exercício de poder, em função da concentração e poder de mercado das indústrias no segmento, exige atenção às práticas anticompetitivas, uma vez que há eficiência econômica. (CALEMAN; CUNHA; ALCANTARA, 2009).

Uma parcela significativa da eficiência econômica da indústria de alimentos decorre de uma gestão estratégica de custos. Neste sentido, é importante o trabalho desenvolvido por Silva e Scapin (2010) a respeito da evidenciação de políticas de gestão de custos.

Silva e Scapin (2010), usaram análise de conteúdo para identificar na comunicação das empresas, a partir de Notas Explicativas das Demonstrações Contábeis e Relatórios de Administração, como: itens específicos de Gestão de Custos; Métodos de Custos utilizados; Pontos relevantes da política de custos da empresa; e se os aspectos da gestão de custos aprofundavam aspectos da operação.

O estudo dos autores constatou que há esforços para redução de custos, especialmente os custos fixos. Identificou referências concretas da estrutura de custo da atividade e Custos dos produtos vendidos, inclusive com comentários sobre as variações percentuais, além de fazer referência explícita ao custo da mão de obra como componente preponderante do custo.

Os Relatórios de Administração, de acordo com Silva e Scapin (2010), tornaram-se úteis pela abrangência e pelo maior detalhamento de informações sobre o processo de gestão de custos, fazendo com que muitas características da atividade neste segmento pudessem ser compreendidas, estudadas e avaliadas.

Evidenciar a informação contábil com vistas a absorver investimentos em mercados de capitais e de investidores ao redor do mundo, tem sido a tônica dos gestores das empresas. (SILVA; SCAPIN, 2010).

O trabalho de Sehnem et al. (2012), foi um dos mais completos sobre a evidenciação de indicadores financeiros das empresas de alimentos no Segmento de Carnes e Derivados já desenvolvidos.

A escolha do segmento para o estudo dos indicadores financeiros deve-se principalmente à representatividade do segmento no contexto do agronegócio e pela necessidade do próprio setor comunicar suas potencialidades. (SEHNEM et al., 2012).

As informações com os dados obtidos no Economática relacionaram os indicadores de rentabilidade – margem bruta, margem operacional, margem líquida, giro do ativo, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido; indicadores de liquidez – liquidez geral, liquidez corrente e liquidez seca; estrutura de capital e endividamento.

O crescimento das empresas ficou evidente no ranking das empresas com os melhores resultados nos indicadores de desempenho estudados. As empresas dotadas de maior capacidade de competição, oriundas de estrutura de escala e distribuição das unidades de produção, conseguiram auferir ganhos em relação às demais empresas.

A volatilidade e instabilidade foram decisivas na consideração para o desempenho inferior de algumas empresas, chegando até a representar margens operacionais negativas na média compreendida entre 2006 e 2010.

Ao mesmo tempo em que os indicadores financeiros, no estudo de Sehnem et al. (2012), apresentaram uma notória diferença entre o desempenho obtido pelas empresas que tiveram níveis de endividamento acima da média, crescimento oriundo de fusões e aquisições, e seu tamanho, o estudo de Rodrigues (2012), corroborou na indicação da geração de valor das empresas de alimentos processados no Segmento de Carnes e Derivados por meio da aplicação do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros ou CAPM (Capital Asset Pricing Model), do Custo Médio Ponderado de Capital ou WACC (Weighted Average Cost of Capital) e do EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), que seria o Lucro antes dos Impostos, Taxas, Depreciação e Amortização.

Segundo Rodrigues (2012), essa perspectiva oferece ao investidor a visão de que seu capital, investido numa determinada empresa, proporciona um rendimento superior àquele alcançado em outra empresa ou outro segmento, em condições de risco similar.

O estudo de Rodrigues (2012) identificou que as empresas do agronegócio brasileiro geraram desempenho satisfatório no período de 2008 a 2011, ou seja, geraram valor aos stakeholders. Consistentemente com a teoria verificou-se que o custo de capital próprio foi maior do que o capital de terceiros, mas, apesar disso, houve preponderância da estrutura de capital formada com maioria de capital próprio.

O estabelecimento, no estudo de Rodrigues (2012), do uso do Custo Médio Ponderado de Capital como fator determinante para criação ou destruição de valor nas empresas do Segmento de Carnes e Derivados, assim como as demais pesquisas evidenciadas anteriormente, contribuiu para formar grande parte dos alicerces propostos neste estudo, principalmente no que se refere aos impactos operacionais, aos impactos conjunturais, as causas e efeitos da complexidade no ambiente em que atuam e como tudo isso combinado corresponde a uma parte da margem de valor adicionada ao negócio.

## 2.4 ESTRATÉGIAS E POTENCIAIS RISCOS NO SEGMENTO DE CARNES E DERIVADOS

As principais estratégias conduzidas pelas empresas nacionais do Segmento de Carnes e Derivados estão fortemente ancoradas em dois movimentos fundamentais: Internacionalização e Fusões e Aquisições (M&A – Mergers and Acquisitions).

O movimento de internacionalização dos negócios interessa muito a empresários e acadêmicos. Vários artigos acadêmicos e Relatórios de Administração indicam e atribuem grande parte do desempenho financeiro das empresas ao fortalecimento dos negócios fora do Brasil, por meio principalmente das exportações e aquisições. (LOUREIRO; SANTOS, 1991).

Para Gelinski Neto e Gonzaga (2011), as fusões e aquisições são modalidades extremamente poderosas para grupos econômicos que procuram o fortalecimento global, diversificação e expansão mercadológica em novos segmentos. Em 2009 houve dois dos maiores negócios de fusões e aquisições para o agronegócio nacional. Primeiro foi a JBS e Bertin e o segundo da Perdigão com a Sadia. Ainda de acordo com os autores, a primeira operação movimentou recursos de R\$ 27bi e a segunda de R\$ 21bi.

As pesquisas sugerem três fatores para que a operação de M&A seja satisfatória: maior geração de valor, menor pagamento de ágio e melhor administração das empresas adquiridas. Além disso, se houver sinergias críticas e singulares para o adquirente é bastante plausível que os acionistas possam capturar esse ganho. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Não raro, uma parcela significativa de fusões e aquisições fracassa, e parte dos motivos associados a isto decorre de avaliação “excessivamente” otimista do potencial de

mercado, superestimativa das sinergias e lances elevados demais que comprometem a situação financeira, de liquidez da empresa. (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Dois trabalhos desenvolvidos por Fassarela (2012) e Nascimento et al. (2009), buscam evidências de melhores desempenhos econômico-financeiro e valorização das empresas no setor do agronegócio nacional em consonância com o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), colhidos nos Relatórios de Administração, e mecanismos internos de Governança Corporativa, uma vez que a nova ordem da economia global repousa sua atenção nas questões de sustentabilidade, produção sustentável, produtos sustentáveis e maiores níveis de governança.

Conforme Fassarela (2012), o conceito de governança corporativa ganhou destaque a partir do final dos anos oitenta, no Brasil, em função da maior participação dos investidores institucionais. Na década de noventa, esse movimento intensificou-se em função das privatizações e pelo ingresso cada vez mais intenso de empresas estrangeiras. O meio acadêmico e empresarial tornou-se cada vez mais interessado sobre o assunto na medida em que os agentes econômicos, o mercado, avaliavam melhor o preço das ações das empresas com governança corporativa adequada em relação a outras não tão bem adequadas.

Algumas pesquisas relacionam práticas do Conselho de Administração, Governança Corporativa com desempenho das empresas, dentre as quais se destacam: Yermack (1996), Barnhart e Rosenstein (1998) e Bhagat e Black (1999).

A conclusão do trabalho desenvolvido por Fassarela (2012) apontou que as empresas que emitiram ações preferenciais teriam valor de mercado inferior às empresas que não emitem esse tipo de ação e às empresas que possuem acordos com os acionistas, ratificando os conceitos da teoria sobre melhores práticas de Governança Corporativa, possuem valor de mercado maior.

Essa estratégia de transparência e solidez nas informações e na relação com os acionistas ganha cada vez mais respaldo na medida em que as empresas do setor tornam-se cada vez mais globalizadas e suscetíveis a regras e padrões regulamentados pelos agentes internacionais.

Outras estratégias que ganham força são aquelas voltadas para melhores práticas de produção e produtos sustentáveis. Essa nova força tem sido discutida desde a década de noventa com as novas prioridades competitivas. Se considerarmos uma linha no tempo para as prioridades competitivas, poderemos observar que a principal fonte de vantagem competitiva

passou da minimização dos custos (1) para a maximização do valor, através de qualidade (2) dos produtos entregues (3) com velocidade e confiabilidade, flexíveis (4) às necessidades dos clientes conscientes (5) que se preocupam com a sustentabilidade (6) de produtos que sejam ecologicamente corretos, desde sua extração, produção, distribuição e comercialização. (DAVIS; AQUILANO; CHASE, 2001).

Através da evidenciação das informações de cunho social, responsável e sustentável, desenvolvidas por Nascimento et al. (2009), o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005 pela BOVESPA em conjunto com várias associações, institutos e o Ministério do Meio Ambiente, concluiu que as empresas no Segmento de Carnes e Derivados que não participavam do ISE obtiveram um resultado econômico-financeiro superior as empresas que participavam.

Entretanto, é importante contribuir com pelo menos dois pontos relativos ao estudo:

- i. Os indicadores de rentabilidade e liquidez utilizados na pesquisa não refletem necessariamente a riqueza gerada pelas empresas aos acionistas. Neste sentido, outros indicadores de geração de valor poderiam ser utilizados na mensuração do desempenho, uma vez que para os acionistas, para a administração e para o futuro da empresa, o mais relevante é a geração de valor;
- ii. As empresas participantes do ISE apresentaram em seus relatórios desempenhos superiores em relação à evidenciação de práticas sustentáveis e responsáveis em comparação com as demais empresas não participantes do ISE.

Outros movimentos estratégicos estão sendo delineados fortemente a partir de 2013 no Segmento de Carnes e Derivados. Se para um grupo de empresas como BRF, Excelsior e Minupar as estratégias de marketing voltadas para a consolidação da marca dos produtos é um fator decisivo no ganho de share e consequente melhoria de resultados, para o outro grupo de empresas como Marfrig, JBS e Minerva, o fator decisivo é voltar-se para seu core business, que é a produção e comercialização de carne bovina in natura, conforme Diniz (2013) e Batista (2013).

A determinação do critério preço como elemento fundamental do consumo neste segmento foi criado pela própria indústria, pelo varejo e pelo atacado. Não existia a sensibilidade na cadeia para agregação de valor, seja pela marca ou pela qualidade superior do produto. Além disso, o baixo nível de profissionalização do setor, bem como o de organização e controle da produção contribuíram para que as empresas operassem com margens de lucro

estreitas e uma visão complacente ao status quo, subservientes aos interesses de crescimento a qualquer custo.

Felizmente, as empresas do segmento de carnes e derivados estão investindo cada vez mais em meios de produção efetivos e sustentáveis, condizentes com o padrão solicitado pelo mercado consumidor e agregando diferenciais nos produtos que contribuem para a melhoria da sua margem operacional, para seu valor e seu Market Value.

## 2.5 HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE

O conceito de Mercados eficientes de capitais tem profundas implicações no desempenho das empresas, porque reduz muitas estratégias de geração de valor. De fato, em um Mercado Eficiente, os administradores não escolhem o momento mais apropriado para emitir ações e obrigações e estas emissões, por sua vez, não devem baixar o preço de mercado das ações. Além disso, os métodos contábeis adotados pelas empresas não afetam o preço das ações e obrigações.

O principal objeto de foco para a Hipótese de Mercado Eficiente é a eficiência da informação, ou seja, quão relevante é o impacto de determinadas informações na precificação dos ativos. A eficiência da informação transmite o conceito no qual os preços dos ativos traduzem, com precisão, a alocação de recursos e que os investidores têm o poder de decisão para escolher, a qualquer tempo, os títulos das empresas de interesse, pois a precificação desses títulos reflete completamente todas as informações disponíveis.

De acordo com Fama (1970), há três restrições na formulação sobre a Hipótese de Mercado Eficiente:

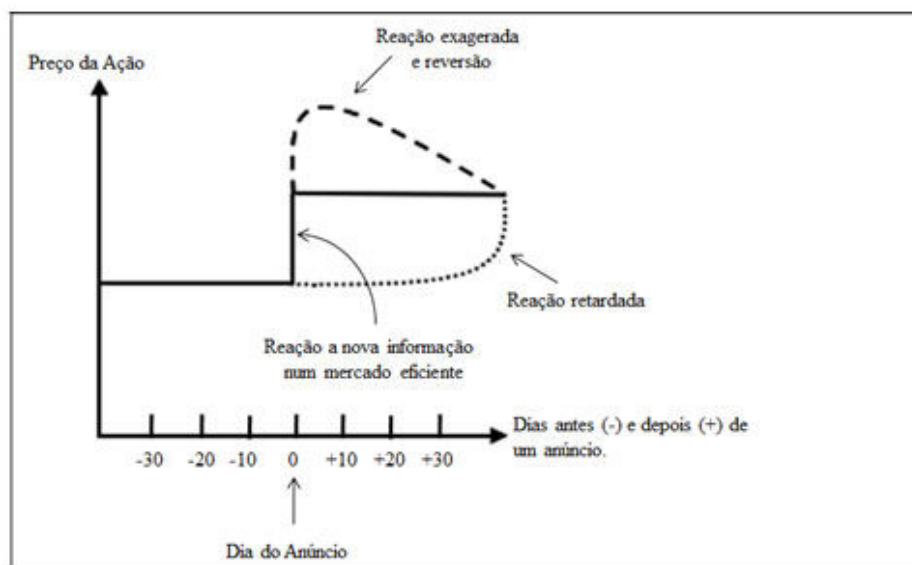
- i. Não existem custos de transação na negociação dos títulos;
- ii. Todas as informações disponíveis podem ser obtidas sem custo por qualquer participante do mercado e;
- iii. Todos os participantes do mercado concordam com as implicações sobre as informações atuais na precificação corrente dos títulos, assim como a distribuição futura da precificação dos títulos.

Baseando-se nessas restrições, Fama (1970) segmentou a eficiência da informação do mercado em três formas: forma fraca, forma semiforte e forma forte.

Algumas informações podem afetar os preços dos títulos em velocidade e intensidade distintas. Uma série de informações que representam o histórico de preços passados está inserida dentro de um conjunto das informações publicamente disponíveis que fazem parte de um conjunto maior de informações relevantes. Se a precificação atual do título refletir apenas à informação representada pelo histórico de preços, então pode ser dito que o mercado é eficiente na forma fraca. Se a precificação atual do título refletir toda informação publicamente disponível, então pode ser dito que o mercado é eficiente na forma semiforte. Se adicionalmente refletir todas as informações relevantes (publicamente disponíveis ou não), então o mercado será eficiente na forma forte. A crença na eficiência forte às vezes pode assumir que não há segredos e que, assim que descoberto, o segredo é disseminado. Desta maneira, a forma semiforte pressupõe a forma fraca, e a forma forte pressupõe a forma semiforte.

A figura 3 abaixo retrata a reação do mercado para uma nova informação em duas situações: quando o mercado indica sinais de ineficiência e quando é eficiente.

**FIGURA 3 – REAÇÃO DOS PREÇOS DAS AÇÕES A NOVAS INFORMAÇÕES EM MERCADOS INEFICIENTES E EFICIENTES**



Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2011, p. 281).

A geração de um mercado eficiente é consequência do estudo, análise e venda das informações com objetivo de obter lucro com as negociações das ações. No sentido de fluxo de informação, o mercado é eficiente quando não há maneira de obter retornos extraordinários ou anormais diante do uso da informação, pois os preços contêm essa informação.



Fama (1991), afirma que a eficiência de mercado deve ser testada conjuntamente com um modelo de precificação de ativos, porém o autor ressalta que a observação de retornos anormais pode ser consequência da inadequação do modelo de precificação dos ativos ou resultado da ineficiência de mercado.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 MÉTODO**

Há diferentes métodos de pesquisa tomando como base seu aspecto epistemológico. Segundo Martins, G. A. (2002), essa pesquisa tem uma abordagem empírico-analítica, porque apresenta técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, além de privilegiar o estudo prático, pois tem na sua proposta um caráter técnico e incremental. Esse estudo possui forte orientação com a relação causal entre as variáveis e sua validação científica, através de testes estatísticos e da sistematização das definições operacionais.

#### **3.2 ESPECIFICAÇÕES DA PESQUISA**

##### **3.2.1 SELEÇÃO DO SEGMENTO DE CARNES E DERIVADOS**

O Brasil é um grande player na exportação de proteína animal no mundo. O setor de carnes in natura, que compreende as proteínas bovina, suína e de aves, tem participação de 12% em faturamento nos dados acumulados até Maio 2013, ficando atrás apenas do setor de Soja em grãos, que representou 41% e do setor de Minério de Ferro, que representou 29%.

O destino das exportações brasileiras, conforme evidenciou Caleman, Cunha e Alcantara (2009), é um dado igualmente importante para a contextualização da indústria exportadora. A Rússia foi a principal importadora de carne bovina em 2012 e carne suína no primeiro trimestre de 2013. Em se tratando da exportação de Frango, a Venezuela, Japão, Arábia Saudita e Emirados Árabes foram países que aumentaram o volume da proteína importada do Brasil no primeiro trimestre de 2013, comparado com igual período de 2012. De acordo com a União Brasileira de Avicultura, cerca de 38% da exportação mundial de carne de frango em 2012 foi do Brasil.

##### **3.2.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DOS DADOS**

A seleção da amostra, classificada pela BM&FBovespa, compreendeu todas as empresas do Setor Econômico de Consumo Não-Cíclico, do Subsetor de Alimentos

Processados, do Segmento de Carnes e Derivados. Os dados ou variáveis foram coletados entre o 1º trimestre de 2007 ao 1º trimestre de 2013 e agrupados conforme tabela 1 abaixo:

**TABELA 1 - RESUMO DA FONTE DOS DADOS POR VARIÁVEL**

<b>A variável dependente</b> Market Value	<b>Fonte dos dados</b> Economática®
<b>As variáveis independentes</b>	
1. Despesas com Vendas sobre Receita Líquida	Economática® e ITR
2. Despesas Administrativas sobre Receita Líquida	Economática® e ITR
3. Custo das Mercadorias Vendidas sobre Receita Líquida	Economática® e ITR
4. Preço da saca do Milho	ESALQ
5. Preço da saca da Soja	ESALQ
6. Preço da arroba bovina	ESALQ
7. Preço do kilo do Frango para Corte	IEA
8. Preço da carcaça suína para Abate	IEA
9. Volume Exportado de Milho (em 1.000ton)	MDIC/SECEX
10. Volume Exportado de Soja (em 1.000ton)	MDIC/SECEX
11. Volume Exportado de Carne Suína (em 1.000ton)	MDIC/SECEX
12. Volume Exportado de Carne Bovina (em 1.000ton)	MDIC/SECEX
13. Volume Exportado de Carne Frango (em 1.000ton)	MDIC/SECEX
14. Rendimento Médio Real do Trabalhador	IBGE

Fonte: Barros Filho (2014, p. 51).

As empresas que compõem a população do estudo estão apresentadas na tabela 2 abaixo:

**TABELA 2 - RECEITA LÍQUIDA DAS EMPRESAS DO ESTUDO EM 2012**

<b>Empresas</b>	<b>Receita Líquida (em 2012)</b>
Brasil Foods – Brf	R\$ 28 bilhões
Excelsior	R\$ 95 milhões
JBS	R\$ 76 bilhões
Marfrig	R\$ 23,7 bilhões
Minerva	R\$ 4,6 bilhões
Minupar	R\$ 300 milhões

Fonte: Barros Filho (2014, p. 51).

Mediante a ausência da data de publicação dos Informes Trimestrais (ITR), tão importante para o cálculo do Market Value e sob a hipótese de reação do mercado a nova informação, a empresa Minupar foi retirada da base de análise deste estudo.

Os dados foram consolidados em MQO agrupado e a coleta dos dados abrangeu diversas fontes de pesquisa que foram estruturadas da seguinte forma:

### *3.2.2.1 Quanto às Informações Financeiras*

Os dados foram coletados em duas fontes de pesquisa consideradas conjuntamente para formação do banco de dados. A primeira fonte de pesquisa foi estabelecida com base nas Demonstrações Financeiras disponíveis em todos os sites das empresas nos Relatórios ou Informes Trimestrais de Resultados (ITR).

A segunda fonte de pesquisa que corroborou com os dados financeiros obtidos nos ITR foi o Economática. Os dados financeiros estão em reais (R\$), consolidados e abrangem o Market Value, as Despesas com Vendas sobre Receita Líquida (representando os Esforços para vender), as Despesas Administrativas sobre Receita Líquida (representando os Esforços para administrar) e o Custo das Mercadorias Vendidas sobre Receita Líquida (representando os Esforços para produzir).

### *3.2.2.2 Quanto às Informações Conjunturais ou de Mercado*

Os dados contendo os preços do Milho, Soja e da arroba bovina foram coletados na Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz - ESALQ.

O preço do Milho foi considerado como a média Trimestral da saca de 60kg, descontado o prazo de pagamento pela taxa CDI/CETIP.

O preço da Soja foi considerado como a média Trimestral da saca de 60kg, e descontado o prazo de pagamento pela taxa NPR.

O preço da arroba bovina foi considerado como a média Trimestral à vista sem Funrural e descontado o prazo de pagamento pela taxa CDI/CETIP.

Os preços do frango para corte e do suíno para abate foram coletados no Instituto de Economia Agrícola IEA/CATI – SAAESP e refletem os preços médios recebidos pelos Agricultores. Foi considerado o preço médio trimestral para o frango para corte e do suíno para abate.

Em relação aos dados das exportações (Milho, Soja, Carne Suína, Carne Bovina, Carne Frango), coletados no Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, da Secretaria de Comércio Exterior, no Departamento de Planejamento e Desenvolvimento de

Comércio Exterior - MDIC/SECEX, foram considerados os volumes médios trimestrais (em 1.000 toneladas) para todas as variáveis das exportações coletadas no MDIC/SECEX.

Os dados do rendimento médio real do trabalhador brasileiro, de 10 anos ou mais de idade, foram extraídos do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE. O valor foi considerado como a média trimestral do Valor Total e não foi baseado em nenhuma região metropolitana particular mensurada pelo IBGE. As regiões metropolitanas pesquisadas são: Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre.

### 3.3 MODELO DE REGRESSÃO MÚLTIPLA

A análise de regressão é a técnica de dependência mais amplamente usada, versátil e constitui uma ferramenta analítica poderosa para explorar todos os tipos de relações de dependência. (HAIR et al., 2009).

Ainda segundo o autor, a regressão múltipla fornece um meio de avaliar objetivamente o grau e caráter da relação entre variáveis dependentes e independentes, examinando a magnitude, sinal e significância estatística do coeficiente de regressão para cada variável independente.

O modelo de regressão múltipla populacional é escrito da seguinte forma:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon$$

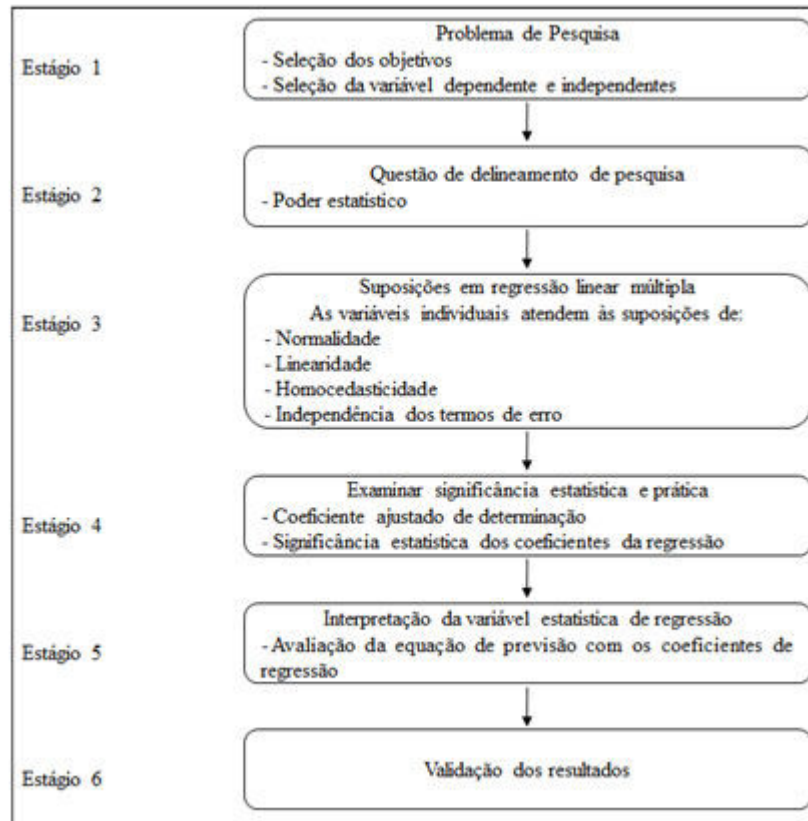
No modelo de regressão múltipla, o  $\beta_0$  é o intercepto,  $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$  são os parâmetros associados a cada  $x$  e  $\varepsilon$  é o termo de erro ou perturbação. O termo  $\varepsilon$  contém outros fatores, além de  $x_1, x_2, \dots, x_n$  que afetam  $y$ . A maioria dos modelos sofre com variáveis que não estão inclusas no modelo e esses fatores estão contidos coletivamente em  $\varepsilon$ .

Neste estudo, o processo de construção do modelo envolveu seis estágios. Começou com a determinação dos objetivos da análise, através da regressão, que incluiu a seleção da variável dependente e independente. Após esse processo, o próximo estágio foi o delineamento da pesquisa, o tamanho da amostra e seu poder explicativo. Com o estabelecimento do modelo de regressão, as suposições sobre a análise de regressão foram testadas para que o modelo pudesse ser aplicado. Com os resultados, o próximo estágio foi

feito através do exame da significância estatística dos coeficientes de regressão e do coeficiente ajustado de determinação. Por fim, foi feita a interpretação das variáveis estatísticas de regressão e a validação dos resultados.

O delineamento do diagrama de decisão de regressão múltipla pode ser explicado pela seguinte figura 4 abaixo:

**FIGURA 4 – DIAGRAMA DE DECISÃO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA**



Fonte: adaptado de Hair et al. (2009, p. 163, 178).

Desta forma, considerando todos os processos, variáveis e as hipóteses apresentadas, o modelo de regressão múltipla proposto neste trabalho é:

$$\Delta MV = \beta_0 + \beta_1 \Delta EV + \beta_2 \Delta EA + \beta_3 \Delta EP + \beta_4 \Delta IM + \beta_5 \Delta IS + \beta_6 \Delta MB + \beta_7 \Delta MF + \beta_8 \Delta MS + \beta_9 \Delta EM + \beta_{10} \Delta ES + \beta_{11} \Delta ECS + \beta_{12} \Delta ECB + \beta_{13} \Delta ECF + \beta_{14} \Delta R + \varepsilon$$

Em que:

$\Delta MV$  é a variação do Market Value em t sobre t-1;

$\Delta EV$  é a variação dos esforços para venda em t sobre t-1;

$\Delta EA$  é a variação dos esforços para administrar em t sobre t-1;

$\Delta EP$  é a variação dos esforços para produzir em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta IM$  é a variação para o insumo milho em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta IS$  é a variação para o insumo soja em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta MB$  é a variação da matéria-prima arroba bovina em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta MF$  é a variação da matéria-prima quilo do frango em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta MS$  é a variação da matéria-prima quilo da carcaça suína em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta EM$  é a variação das exportações de milho em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta ES$  é a variação das exportações de soja em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta ECS$  é a variação das exportações de carne suína em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta ECB$  é a variação das exportações de carne bovina em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta ECF$  é a variação das exportações de carne frango em  $t$  sobre  $t-1$ ;

$\Delta R$  é a variação do rendimento médio real do trabalhador em  $t$  sobre  $t-1$ .

De acordo com Hair et al. (2009), as suposições a respeito das variáveis dependentes e independentes usadas na análise de regressão múltipla são examinadas em quatro áreas:

- i. Linearidade do fenômeno: representa o grau em que a variação na variável dependente é associada com a variável independente;
- ii. Variância constante dos termos de erro: representa a hipótese de homocedasticidade. As consequências da heterocedasticidade incidem sobre a variância dos estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários – MQO, invalidando os testes  $t$  e  $F$  de significância individual e global. Porém, os estimadores de MQO permanecem não-viesados e consistentes;
- iii. Independência dos termos de erro: representa que cada valor previsto não está relacionado com qualquer outra previsão, ou seja, ela é sequenciada por qualquer variável.
- iv. Normalidade da distribuição dos termos de erro: representa que os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários possuem características de variância mínima, ou seja, estimadores eficientes e consistentes.

Tais suposições serão discutidas no próximo capítulo, quando serão apresentados os resultados da pesquisa.

### 3.4 QUESTÃO DE PESQUISA E HIPÓTESES

A investigação empírica neste trabalho tem por objetivo responder ao seguinte problema de pesquisa: **os indicadores relacionados aos aspectos operacionais e conjunturais influenciam o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBovespa, no período de 2007 a 2013 ?**

Para orientar o processo de investigação e responder à questão de pesquisa, foram levantadas as seguintes hipóteses de pesquisa:

- a) Hipótese 1: O aumento das exportações (milho, soja, carne suína, carne bovina e carne frango), aumenta o Market Value das empresas, logo o sinal esperado dos coeficientes das variáveis independentes é positivo.
- b) Hipótese 2: O aumento de preço dos insumos (milho e soja) e matérias-primas (arroba bovina, quilo do frango e quilo da carcaça suína), mantidas as condições de competitividade, *mix* de venda e custos de produção, reduz o Market Value. Portanto, o sinal esperado dos coeficientes das variáveis independentes é negativo.
- c) Hipótese 3: O aumento do rendimento médio recebido pelo trabalhador aumenta o consumo, razão pela qual aumenta a receita das empresas, aumentando o Market Value. Portanto, o sinal esperado do coeficiente da variável independente é positivo.
- d) Hipótese 4: Os esforços para produzir demandam uma quantidade substancial de recursos, razão pela qual são importantes na determinação do resultado das empresas, ou seja, quanto maior for a relação entre o custo das mercadorias vendidas e a receita líquida, menor será o Market Value. Portanto, o sinal esperado do coeficiente da variável independente é negativo.
- e) Hipótese 5: Os esforços para vender guardam uma relação importante na geração de receitas, através das operações de Marketing das empresas, portanto, quanto maior for a relação entre as despesas oriundas para gerar vendas e a receita líquida, menor será o Market Value, logo o sinal esperado do coeficiente da variável independente é negativo.
- f) Hipótese 6: Os esforços para administrar frequentemente envolvem gestão de recursos administrativos críticos para a sobrevivência de longo prazo das empresas, desta forma, quanto maior for a relação entre despesas administrativas e a receita líquida,



menor será seu Market Value. Portanto, o sinal esperado do coeficiente da variável independente é negativo.

A rejeição ou aceitação das hipóteses listadas tem sua contribuição decisiva na busca pelo entendimento dos objetivos propostos neste trabalho, através do estudo da Regressão Múltipla e pela modelagem apresentada.

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A principal limitação da presente pesquisa está no tamanho da amostra objeto de estudo, que está vinculada a um setor econômico com baixa quantidade de empresas participantes da BM&FBovespa. A maioria das empresas, as mais representativas em termos de faturamento para o setor, JBS, Marfrig e Minerva, iniciaram suas operações na bolsa em 2007. A Brasil Foods – Brf, formada pela união entre Sadia e Perdigão, empresa igualmente representativa em termos de faturamento no setor, possui seus negócios listados na bolsa há um tempo mais significativo em relação às demais empresas. Cabe ressaltar que outros autores já estudaram segmentos econômicos com amostras reduzidas, como exemplo Greene (2008), que estudou os custos de seis empresas de transporte aéreo no período de 1970-1984, Anderson, Sweeney e Williams (2007), que analisaram indicadores de negócio sobre dez corretoras on-line em 2003 e Hair et al. (2009) que analisaram o uso de cartão de crédito para uma amostra de oito famílias.

Outra limitação importante da pesquisa diz respeito às variáveis escolhidas para o estudo. Sobre as Variáveis Operacionais, o custo de transporte é bastante evidenciado no meio acadêmico e na vivência das empresas, pois tem impacto direto sobre o desempenho das empresas e, conseqüentemente, sobre o Market Value e não foi considerado neste estudo como um quarto esforço dentro da tipologia desenhada por Málaga (2012). Sobre as Variáveis Conjunturais, não foi considerado também o custo de captação de recursos dessas empresas, principalmente tendo como principal fonte o BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Por fim, na consideração de qualquer exercício de modelagem econométrica, as relações entre variáveis econômicas ou de negócios são, em geral, inexatas, portanto, existem fatores ou variáveis desconhecidas, não levadas em consideração explicitamente, que podem afetar a variável dependente do modelo. (GUJARATI, 2006).

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

### 4.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE OS RESULTADOS

A amostra final constituída para análise é formada por 24 variações trimestrais para cada uma das 5 diferentes empresas do Segmento de Carnes e Derivados da BM&FBovespa, perfazendo o total de 120 observações por variável. As variações foram consideradas tendo como base o primeiro trimestre de 2007 até o primeiro trimestre de 2013, ou seja, a primeira observação refere-se à variação trimestral do Market Value e das demais variáveis do segundo trimestre de 2007 sobre o primeiro trimestre de 2007, a segunda observação refere-se à variação trimestral do Market Value e das demais variáveis do terceiro trimestre de 2007 sobre o segundo trimestre de 2007 e assim sucessivamente.

As suposições a respeito do modelo foram analisadas mediante os aspectos relacionados à linearidade do fenômeno - multicolinearidade e matriz de correlações; a variância dos termos de erro - teste de Breusch-Pagan para heterocedasticidade; a independência dos termos de erro - autocorrelação ou correlação serial dos termos de erro; e a normalidade da distribuição dos termos de erro.

#### 4.1.1 ANÁLISE DA MULTICOLINEARIDADE E A MATRIZ DE CORRELAÇÕES

De acordo com Wooldridge (2010), a multicolinearidade pode ser percebida pela presença de alta correlação entre duas variáveis independentes ou mais. Para Hair et al. (2009), ela é uma questão importante sobre a interpretação da variável estatística e é um problema dos dados, não da especificação do modelo. A forma como identificou-se a presença de multicolinearidade foi através da análise da matriz de correlações conjuntamente com a medida de Tolerância, que é a quantidade de variabilidade da variável independente escolhida, não explicada pelas demais variáveis independentes do modelo. O valor da Tolerância foi obtido fazendo regressões auxiliares em que, cada variável independente, uma por vez, foi explicada pelas demais variáveis independentes. Ou seja, neste processo, cada variável independente foi transformada em dependente e prevista pelas demais. Dessa maneira, em concordância com Hair et al. (2009), obteve-se o  $R^{2*}$  de cada modelo.

A tabela 3 abaixo indica a correlação entre as variáveis para o modelo de regressão estimado.

**TABELA 3 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO**

	MV	EV	EP	IM	IS	MB	MF	EM	ES	ECF	R
MV	1,00										
EV	0,05	1,00									
EP	-0,04	0,03	1,00								
IM	0,07	-0,11	-0,01	1,00							
IS	-0,05	-0,04	0,01	0,50	1,00						
MB	-0,20	-0,21	0,01	0,44	0,21	1,00					
MF	-0,04	-0,20	-0,12	0,44	0,35	0,37	1,00				
EM	-0,02	-0,01	-0,13	0,33	0,41	-0,08	0,54	1,00			
ES	-0,08	0,08	0,18	-0,38	-0,24	-0,14	-0,38	-0,33	1,00		
ECF	0,15	-0,10	0,12	-0,00	-0,01	0,15	-0,02	-0,21	0,38	1,00	
R	0,04	-0,17	-0,16	0,26	-0,06	0,27	0,21	0,11	-0,48	0,12	1,00

Fonte: Barros Filho (2014, p. 60).

Considerando a Matriz de Correlação acima, Hair et al. (2009) e Wooldridge (2010) argumentam que cada pesquisador deve determinar o grau de multicolinearidade aceitável, porque a maioria das referências recomendadas permitem substancial multicolinearidade, ou seja, a multicolinearidade é um fenômeno amostral.

A multicolinearidade pode reduzir o coeficiente de determinação múltiplo  $R^2$  da regressão, além de afetar os coeficientes de regressão e os testes de significância estatística dos coeficientes. Desta forma, em função das considerações colocadas e principalmente observando a presença de alto grau de correlação, optou-se por excluir do modelo de regressão múltipla as variáveis a seguir: Esforços para Administrar (EA), Matéria-Prima quilo da Carcaça Suína (MS), Exportações de Carne Suína (ECS) e Exportações de Carne Bovina (ECB).

#### 4.1.2 HETEROCEDASTICIDADE

A heterocedasticidade significa que a variância do termo de erro não é constante, com isso, os estimadores de mínimos quadrados ordinários não apresentam variância mínima entre os estimadores lineares e não viesados. Além disso, a presença da heterocedasticidade invalida o teste F (de significância global) e o teste t (de significância individual). O resultado do teste de Breusch-Pagan apresentou suposição de homocedasticidade a 1%, sendo o *p-value* igual a 2,8%.

#### 4.1.3 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO SERIAL DOS ERROS

A estatística Durbin-Watson foi calculada para verificar a possibilidade de existência de autocorrelação dos resíduos. A principal consequência da autocorrelação dos resíduos para o modelo de regressão é que a variância do coeficiente estimado estará enviesada, invalidando as estatísticas F (de significância global) e o teste t (de significância individual). Como critério de interpretação, o teste de Durbin-Watson estabelece que, para valores próximos a 2, não existe autocorrelação dos resíduos, para valores próximos de 0, há correlação positiva e para valores próximos de 4, há correlação negativa. O resultado do teste de Durbin-Watson foi igual a 1,24, portanto, podemos considerar que não existe autocorrelação dos resíduos.

#### 4.1.4 NORMALIDADE DOS RESÍDUOS

Para identificar se a distribuição dos resíduos segue a condição de normalidade, foi feito o teste de Jarque-Bera, sendo o *p-value* do teste igual a 0,0%, ou seja, podemos rejeitar a hipótese nula de normalidade dos resíduos. Entretanto, de acordo com Gujarati (2006), vale ressaltar três pontos importantes sobre a suposição de normalidade dos resíduos. Primeiro, há uma “imposição” sobre a premissa de normalidade. Segundo, é necessária uma adequação desta premissa em função de dados de amostras pequenas. E por fim, o modelo repousa em mais premissas além da normalidade dos resíduos.

## 4.2 OS RESULTADOS DO ESTUDO

Em relação ao principal objetivo da pesquisa que é identificar os indicadores relacionados aos aspectos operacionais e conjunturais que influenciam o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBovespa, no período de 2007 a 2013, a tabela 4 abaixo indica duas variáveis, representadas respectivamente por MB (matéria-prima arroba bovina) e ECF (exportações de carne frango), que são estatisticamente significantes a 1%. As variáveis representadas por IM (preço do insumo milho) e ES (exportações de soja) são estatisticamente significantes a 5%.

**TABELA 4 – OS COEFICIENTES E AS DEMAIS ESTATÍSTICAS**

Variável	Coefficiente	Desvio Padrão	<i>t</i>	Prob.
C	0,18	0,04	4,35	0,00
EV	0,07	0,14	0,47	0,63
EP	-0,26	0,45	-0,57	0,56
<b>IM</b>	<b>0,63</b>	<b>0,29</b>	<b>2,15</b>	<b>0,03</b>
IS	-0,40	0,33	-1,18	0,23
<b>MB</b>	<b>-1,81</b>	<b>0,59</b>	<b>-3,02</b>	<b>0,00</b>
MF	0,04	0,35	0,12	0,89
EM	-0,00	0,00	-0,89	0,37
<b>ES</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,02</b>	<b>-1,94</b>	<b>0,05</b>
<b>ECF</b>	<b>1,21</b>	<b>0,43</b>	<b>2,78</b>	<b>0,00</b>
R	-0,38	0,51	-0,73	0,46

Fonte: Barros Filho (2014, p. 62).

Em relação ao objetivo específico da pesquisa que busca verificar se o conhecimento empírico usualmente observado de que as Variáveis Conjunturais, representadas pelas variações de desempenho das exportações dos insumos e da matéria-prima, são estatisticamente significantes e influenciam o Market Value, e tomando-se como base o resultado obtido pela regressão, pode-se considerar que sim, contudo, cabe salientar que a significância é distinta entre as variáveis.

Em relação à variável operacional, Esforço para Produzir, cabe ressaltar que o sinal do coeficiente dessa variável foi negativo (corroborando a hipótese 4), mas não se mostrou estatisticamente significativa na influência sobre o Market Value. Adicionalmente, o coeficiente do Esforço para Vender apresentou sinal positivo, não corroborando com a hipótese 5 do estudo e igualmente não se mostrou estatisticamente significativa. Em função do alto grau de correlação e pela opção de exclusão da variável operacional que representa o Esforço para Administrar não foi possível ratificar a hipótese 6 do estudo.

Por outro lado, as variáveis conjunturais revelaram níveis de significância estatísticas distintas e interessantes. No subgrupo de insumos, o preço do milho é significativo estatisticamente sobre o Market Value. Isso pode caracterizar que a indústria repassa os aumentos de preço para os demais membros da cadeia (atacado, varejo e consumidor final), fato este que não comprometeria seu resultado. Em relação ao insumo Soja, não se mostrou significativo estatisticamente sobre o Market Value.

No subgrupo de matéria-prima, conforme escrito anteriormente, vale ressaltar que o preço da arroba bovina possui significância estatística a 1% sobre o Market Value. Esta significância estatística demonstrada pelo preço da arroba bovina pode estar relacionada com o alto grau de dependência que essas empresas possuem desse produto, pela representatividade nas vendas no segmento de carnes e derivados, pelos analistas serem sensíveis às informações que evidenciam aumentos ou reduções de ofertas e pelas oscilações de preço da matéria-prima. O preço da matéria-prima quilo do frango não se mostrou estatisticamente significativo sobre o Market Value. Em função do alto grau de correlação e pela opção de exclusão da variável não foi possível mensurar a significância estatística do preço do quilo da matéria-prima Carcaça Suína sobre o Market Value das empresas.

No que se refere à significância estatística do grupo das exportações, conforme já mencionado, a exportação de carne de frango é correspondente a 1%. Essa constatação, ao mesmo tempo em que ratifica a estratégia de Diniz (2013) e Batista (2013), revela que a exportação deste produto pode agregar valor superior, comparativamente aos demais, fazendo com que o mercado externo rentabilize mais comparado ao interno, e, além disso, o mercado de ações reconhece essa estratégia, essa orientação voltada para a exportação, como fonte geradora de valor.

Além disso, a oferta e posição competitiva dos produtos nacionais em relação ao mercado configuram-se como um importante diferencial estratégico para o desempenho das empresas que exportam esse produto.

O crescimento do rendimento médio real do trabalhador não se mostrou estatisticamente significativo nos resultados obtidos pelo modelo de regressão. Isto é um indicador importante não apenas para as empresas do segmento de carnes e derivados, como também para o mercado. As ações do governo no sentido de controlar a inflação, programas assistenciais que trazem melhoria sobre a renda das famílias e o baixo nível de desemprego podem influenciar positivamente a economia e, conseqüentemente, ajudam a melhorar a performance das empresas do segmento.

O coeficiente de determinação múltiplo ajustado, conforme tabela 5 abaixo, sumário do modelo, indica que 9,22% da variação do Market Value das empresas de carnes e derivados pode ser explicado pela regressão múltipla estimada.

Em relação ao teste  $F$ , observamos que no nível de significância de 5% a relação é significativa, visto que o resultado do modelo de regressão foi de 2,23%, conforme tabela 5 abaixo:

**TABELA 5 – SUMÁRIO DO MODELO**

Número de obs.	120
Prob > F	0,02
R-quadrado	0,16
R-quadrado ajustado	0,09
Soma dos Erros da Regressão	0,32
Soma do Quadrado dos Resíduos	11,19
Durbin-Watson	1,24

Fonte: Barros Filho (2014, p. 64).

Analisando os sinais esperados dos coeficientes estimados das variáveis independentes do modelo de regressão, podemos observar que para as variáveis operacionais, o sinal esperado do Esforço para Produzir está de acordo com a Hipótese 4 relacionada neste estudo. Por outro lado, o Esforço para Vender não ratificou a Hipótese 5 do estudo em relação ao sinal esperado do coeficiente estimado. Sobre o nível de significância individual das variáveis operacionais, representadas pelo teste  $t$ , todas não se mostraram significante ao nível de 1%, 5% ou 10%.

Para o grupo das variáveis conjunturais, que respondem pelas Hipóteses 1, 2 e 3, houve resultados distintos em relação ao sinal esperado obtido pelo modelo de regressão. Para

facilitar a análise, podemos dividir o grupo das variáveis conjunturais em quatro subgrupos: Insumos (compreende as variáveis independentes representadas pelo milho e soja), Matéria-Prima (compreende as variáveis independentes representadas pelo preço da arroba bovina e preço do frango), as Exportações (compreende as variáveis independentes representadas pelas exportações de milho, soja e carne de frango) e o último Rendimento.

No subgrupo Insumos apenas a soja ratificou a Hipótese 2 estabelecida no estudo. O milho apresentou sinal positivo no coeficiente. Isso pode indicar três fatores importantes: 1) Existem níveis de sensibilidade distintos entre os insumos; 2) Existem níveis de participação distintos entre os insumos para os negócios das empresas e 3) Existem níveis de elasticidade distintos entre o milho e a soja para as empresas de Carnes e Derivados. Nos três casos, o milho pode ser indicado como aquele insumo mais sensível para a cadeia, com maior participação e com mais elasticidade sobre o impacto da operação, comparativamente à soja. Tudo isto pode evidenciar que aumentos de custo no insumo milho podem ser repassados e aceitos dentro da cadeia produtiva, até chegar ao consumidor final, para não gerar perdas de performance para as empresas. Isso talvez explique uma parcela do motivo pelo qual o sinal obtido pelo modelo de regressão do insumo milho apresentou resultado positivo.

Em relação ao subgrupo Matéria-Prima, apenas a arroba bovina ratificou a Hipótese 2. O resultado obtido através dos sinais dos coeficientes no subgrupo pode indicar quatro fatores importantes: 1) diferenças fundamentais em relação ao padrão de consumo; 2) diferenças elementares em relação ao peso da matéria-prima na cesta de produtos dos consumidores; 3) impactos da política econômica do governo no combate a inflação; e 4) hierarquia de consumo entre a matéria-prima (bovina, suína e aves).

O consumo nacional evidencia uma preferência pela ingestão da proteína oriunda da carne bovina, quando há um descolamento de preço (ao consumidor final) em comparação com a carne de aves e suína. Se a carne bovina fica muito cara, há migração de consumo para a carne de aves e suína, mesmo que a indústria também repasse esses aumentos de custo (sobre a carne de aves e suína) dentro da cadeia. Portanto, essa constatação indica que além do padrão de consumo e o preço afetarem o desempenho das empresas, a influência do governo em manter controlada a inflação, associada com uma hierarquia de consumo entre as proteínas (onde todas são “balizadas” pelo preço da carne bovina), pode enaltecer a percepção de valor para o mercado de que aumento de preço da arroba bovina é mais prejudicial ao Market Value, comparativamente ao aumento de preço da carne de aves e da carne suína.



Em relação ao subgrupo das Exportações, apenas as exportações de carne de frango corroboraram com a Hipótese 1. O sinal positivo indicado pelo coeficiente das exportações de carne de frango indica, pelo menos, cinco pontos importantes: 1) a capacidade das empresas em atender as demandas do mercado externo; 2) o mercado externo é demandante dos produtos oferecidos pelas empresas; 3) os produtos são competitivos e atendem as especificidades de qualidade dos mercados; 4) os tipos de produtos demandados pelo mercado externo rentabilizam mais o negócio das empresas e 5) grau de internacionalização dos negócios das empresas deste setor.

O sinal obtido do modelo de regressão para a variável independente rendimento médio real do trabalhador não corroborou com a Hipótese 3 deste estudo. Isso pode indicar que uma variável proxy, por exemplo, nível de endividamento familiar e nível de poupança, poderiam trazer contribuições para o estudo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho objetivou dar continuidade ao trabalho desenvolvido por Sehnem et al. (2012), no qual os indicadores de rentabilidade, liquidez, estrutura de capital e endividamento serviram de fundamentação para uma análise do segmento de Carnes e Derivados. Os resultados alcançados pelo respectivo autor, evidenciaram dois pontos importantes: 1) as grandes empresas do segmento de Carnes e Derivados (JBS, Brasil Foods – BRF e Marfrig) ocupam a liderança na maioria dos indicadores financeiros analisados e 2) que as empresas de menor porte são mais voláteis e apresentaram desempenhos inferiores.

No presente estudo, a aplicação da técnica de Análise de Regressão Múltipla teve como objetivo identificar e inferir sobre os indicadores relacionados às variáveis Operacionais e Conjunturais que podem influenciar o Market Value das empresas do segmento de Carnes e Derivados, tendo em vista a hipótese de mercado eficiente.

Com isso, procurou-se incorporar uma nova reflexão aos grupos que evidenciaram os estudos do segmento, apresentando um novo caminho, com base nos questionamentos sobre o que de fato pode influenciar o desempenho das empresas, avaliando não apenas indicadores de performance, mas, sobretudo, fazendo relações entre variáveis de mercado que influenciam o dia a dia das empresas e inferências mais sofisticadas para todas as empresas (participantes ou não do mercado de capitais) sobre o que de fato pode impactar seu valor.

O estudo da questão proposta foi elaborado sob a perspectiva de dois eixos teóricos. O primeiro foi o estudo e contribuições do Market Value como um indicador útil para determinação do verdadeiro valor de mercado criado aos acionistas e, portanto, constituindo uma base sólida para mensuração do desempenho das empresas. O segundo foi a hipótese de mercado eficiente que considera a eficiência da informação ou o impacto de determinadas informações na precificação dos ativos.

O modelo especificado produziu resultados que ratificaram algumas hipóteses da pesquisa, tanto na significância individual, quanto no sinal de algumas variáveis independentes. Além disso, o modelo apresentou significância global, dada pelo teste F, a 5%, com um coeficiente de determinação múltiplo ajustado de 9,22%.

Desta forma, podemos relacionar que as considerações feitas por Sehnem et al. (2012) e as considerações deste estudo, convergem no mesmo sentido sobre a importância das Variáveis Conjunturais para o desempenho das empresas do segmento.

Do ponto de vista do segundo eixo teórico, foi perceptível identificar a influência da reação do mercado notadamente sobre as informações oriundas das Variáveis Conjunturais (Insumos, Matéria-Prima e Exportações). Não obstante, cabe enfatizar também o sinal obtido para os coeficientes das variáveis independentes que responderam pelos aspectos Operacionais, notoriamente o Esforço para Produzir. Apesar de não se mostrarem estatisticamente significante, foi importante observar a relação entre o aumento do Esforço para Produzir com conseqüente redução sobre o Market Value.

Em relação às considerações feitas por Caleman, Cunha e Alcantara (2009), Silva e Scapin (2010) e as considerações deste estudo, é importante destacar a influência da concentração e do poder de mercado das indústrias do segmento na gestão da matéria-prima, especialmente no preço da arroba bovina e da carcaça suína, visto que os resultados descobertos neste estudo ratificam os resultados obtidos pelos autores sobre a influência dessas variáveis para o desempenho obtido pelas empresas.

Tendo em vista os objetivos considerados neste trabalho, os resultados apresentados indicam reflexões, considerações, ponderações e aprendizados. As reflexões repousam sobre a importância das empresas desse segmento, os desafios dentro da sua operação e no mercado, mediante a quantidade e complexidade de fatores e atores envolvidos (sustentabilidade, governo, mercado externo, consumidor). As considerações referem-se à influência de todas as variáveis sobre o valor das empresas. A importância de mergulhar profundamente sobre temas e questões que aparentemente podem ter respostas óbvias, mas com pesos, orientações e medidas diferentes. As ponderações são os efeitos distintos das variáveis estabelecidas no estudo sobre o Market Value e, sobretudo, considerando informações que podem agregar ou reduzir valor. Os aprendizados foram vários, conforme mencionados no capítulo anterior, mas cabe ressaltar aqui, principalmente, o estabelecimento de um novo grupo de estudos para o segmento de Carnes e Derivados, levando em consideração muitos aspectos trazidos nessa pesquisa.

Em resumo, os resultados apontam, em relação ao objetivo geral, que existe influência global das variáveis operacionais e conjunturais sobre o Market Value das empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBovespa, no período compreendido de 2007 a 2013. Em relação aos objetivos específicos, dentre as variáveis

conjunturais, a variação do custo da matéria-prima determinada pela arroba bovina e pela carcaça suína demonstraram individualmente alto grau de significância a 1%.

É pertinente ressaltar que o estudo apresenta limitações a considerar. A primeira delas está vinculada ao número da amostra das empresas. Uma amostra maior frequentemente aponta para uma representatividade qualitativa mais apurada. Porém, como visto anteriormente, Greene (2008), Anderson, Sweeney e Williams (2007) e Hair et al. (2009) estabeleceram estudos considerando amostras pequenas, por exemplo. A segunda é que todo exercício de modelagem sofre de variáveis omitidas e neste estudo não foi diferente. Alcançar um modelo que retrate perfeitamente a realidade em Ciências Sociais, notadamente no campo da Administração ou Economia, é uma tarefa bastante desafiadora.

Uma proposta para estudos posteriores, dentro da mesma linha empreendida neste estudo, seria de capturar mais variáveis que pudessem ser aglutinadas em fatores e, com os fatores estabelecidos, poder utilizar a técnica de análise de Regressão Múltipla. O estudo poderia utilizar o mesmo eixo teórico sobre a hipótese de eficiência de mercado ou abordar a estrutura de capital e a capacidade de obtenção de recursos pelas empresas deste segmento e o Índice Q, representando, por exemplo, a nova variável dependente, dentro de uma nova possibilidade de modelagem.

## REFERÊNCIAS

AHARONI, Y. **The foreign investment decision process**. Cambridge: Harvard University, 1966.

ALMEIDA, A. N. **Relatório sobre a identificação das elasticidades-renda para os principais produtos alimentícios que compõe a cesta de consumo das famílias de baixa, média e alta renda**. Brasília: IPEA, 2006.

ALNAJJAR, F. K.; RIAHI-BELKAOUI, A. Multinationality, profitability and firm value. *Managerial Finance*, Bradford, v. 25, n. 12, p. 31-41, 1999.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada à Administração e Economia**. São Paulo, Cengage Learning, 2007.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

BACCHI, M. R. P. **Previsão de preços de bovinos, aves e suínos com modelos de séries temporais**. 1994. 172 f. Tese (Doutorado em Agronomia) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz – ESALQ, São Paulo, 1994.

BANZ, R.W. The relationship between return and Market Value of commom stocks. **Journal of Financial Economics**, Bradford, v. 9, n. 1, p. 3-18, Mar. 1981.

BARNEY, J. B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, Thousand Oaks, v.17, n. 1, p. 99-120, Mar. 1991.

BARNHART, S.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **Financial Review**, Knoxville, v. 33, n. 4, p. 1-16, Nov. 1998.

BARROS FILHO, M. R. C. **Estudo das variáveis operacionais e conjunturais sobre o Market Value das empresas de carnes e derivados no Brasil**. 2014. 75 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, 2014.

BASU, S. The relationship between earnings' yield, Market Value and return for NYSE commom stocks. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 12, n. 1, p. 129-156, June 1983.

BATISTA, W.M. **Resultados 3T 13**. 2013. Disponível em: <<http://jbss.infoinvest.com.br/ptb/2738/Press%20Release%203T13.pdf>>. Acesso em: 13 nov. 2013.

\_\_\_\_\_. **Mitos de investimentos**. São Paulo: Prentice Hall, 2006.

BEAVER, W. H.; RYAN, S. G.; WAHLEN, J. M. When is “bad news” viewed as “good news”. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, v. 53, n. 1, p. 45-54, Jan./Feb. 1997.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, Chicago, v. 54, n. 3, p. 921-963, May 1999.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

CALEMAN, S. M. Q.; CUNHA, C. F.; ALCANTARA, N. B. A agroindústria de carne bovina no Brasil: uma análise da estrutura de mercado e da conduta estratégica das firmas. In: SEMEAD EMPREENDEDORISMO E INOVAÇÃO, 12., 2009, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: FEA-USP, 2009. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/542.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

CARVALHO, T. B. **Estudo da elasticidade-renda da demanda de carne bovina, suína e frango no Brasil**. 2007. 88 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada)-Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz - ESALQ, Piracicaba, 2007.

CHANEY, P. K.; DEVINNEY, T. M.; WINER, R. S. The Impact of new product introductions on the market value of firms. **The Journal of Business**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 573-610, Oct. 1991. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/2353294?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21104534853307>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

COPELAND, T. E.; FRIEDMAN, D. The market value of information: some experimental results. **The Journal of Business**, Chicago, v. 65, n. 2, p. 241-266, 1992.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

\_\_\_\_\_. **Mitos de investimentos**. São Paulo: Prentice Hall, 2006.

DAVIS, M. M.; AQUILANO, N. J.; CHASE, R. B. **Fundamentos da administração da produção**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

DERESKY, H. **International management**. New Jersey: Prentice Hall, 1994.

DINIZ, A. S. **Relatório anual e de sustentabilidade**. 2013. Disponível em: <<http://www.brasilfoods.com/ri/siteri/web/arquivos/BRF%20RA%20140228d.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

DUNNING, J. H. **Explaining international production**. Londres: Unwin Hyman, 1988.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Malden, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

\_\_\_\_\_. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, Malden, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. *Q* de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **REGE - Revista de Gestão**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/v07-4art03.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

FASSARELA, L. M. Governança corporativa e valor das empresas brasileiras do agronegócio. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: Enanpad, 2012. Disponível em: <[http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/LUIZA.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/LUIZA.pdf)>. Acesso em: 20 jul. 2013.

FIALHO, R. **Competitividade das exportações brasileiras de carne suína no período de 1990 a 2004**. 2006. 94 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada)-Universidade Federal de Viçosa - UFV, Viçosa, 2006.

GELINSKI NETO, F.; GONZAGA, R. M. Fusões e aquisições na cadeia agroindustrial da carne. **Atualidade Econômica**, Florianópolis, v. 22, n. 57, p. 8-12, jan./jul. 2011.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira: essencial**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. Boston: Prentice Hall, 2008.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HELPERT, E. A. **Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir o desempenho dos negócios**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

HUA-WEI, H. et al. Can knowledge management create firm value? Empirical evidence from the United States and Taiwan. **The Business Review**, [S.l.], v. 5, n. 1, p. 178-183, 2006.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. Londres: Palgrave Macmillan, 1936.

KOTLER, P. **Administração de marketing**. São Paulo: Prentice Hall, 2000.

LOUREIRO, F. A.; SANTOS, S. A. Internacionalização de empresas brasileiras. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 26, n. 1, p. 23-34, jan./mar. 1991.

MACHADO, L. V. N. **A posição competitiva do Brasil no mercado internacional de carne: uma aplicação do método Constant Market Share**. 2005. 111 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Universidade da Amazônia - UNAMA, Manaus, 2005.

MÁLAGA, F. K. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras**. São Paulo: Saint Paul, 2012.

MARKIDES, C. C.; ITTNER, C. D. Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from U.S international acquisitions. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 25, n. 2, p. 343-366, 1994.



MARTINS, A. P. **Transmissão de preços na cadeia produtiva de suínos**. 2010. 88 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada)-Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2010.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2002.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. São Paulo: Atlas, 2010.

NASCIMENTO, S. et al. Índice de sustentabilidade empresarial: nível de evidenciação das informações econômico-financeiros das empresas de carne e derivados. **Gestão Contemporânea**, Porto Alegre, v. 6, n. 6, p. 279-298, jan./dez. 2009.

NAVISSI, F.; NAIKER, V. Institutional ownership and corporate value. **Managerial Finance**, Bradford, v. 32, n. 3, p. 247-256, 2006.

O'BYRNE, S. F. EVA® and market value. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v. 9, n. 1, p. 116-125, 1996.

RODRIGUES, L. F. Cost of capital and value creation: a study among companies from the agribusiness sector listed on bovespa. **Custos e @gronegócios on line**, Recife, v. 8, n. esp., p. 22-41, nov. 2012. Disponível em: <<http://www.custoseagronegocioonline.com.br/especialv8/Capital%20cost.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2011.

SEHNEM, S. et al. Análise do desempenho de empresas do segmento de Carnes e Derivados listadas na BM&FBovespa. **REAT - Revista Eletrônica de Administração e Turismo**, Pelotas, v. 1, n. 1, p. 36-55, jul./dez. 2012. Disponível em: <<http://periodicos.ufpel.edu.br/ojs2/index.php/AT/article/viewFile/743/947>>. Acesso em: 20 jul. 2013.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (SEBRAE). **10 Anos de monitoramento de sobrevivência e mortalidade de empresas**. 2008. Disponível em: <[http://www.sebraesp.com.br/arquivos\\_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/10\\_anos\\_mortalidade\\_relatorio\\_completo.pdf](http://www.sebraesp.com.br/arquivos_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/10_anos_mortalidade_relatorio_completo.pdf)>. Acesso em: 20 jul. 2013

SILVA, G.; CALDAS, A. V.; DARCOSO, A. L. R. Custo de capital no setor alimentício brasileiro: um estudo adicional sobre o capm tradicional e o capm alternativo. **Revista Alcance – Eletrônica**, Itajaí, v. 19, n. 04, p. 536-555, out./dez. 2012. Disponível em: <<http://siaiweb06.univali.br/seer/index.php/ra/article/view/3756/2449>>. Acesso em: 22 jul. 2013.

SILVA, M. G., SCAPIN, J. E. Evidenciação de políticas de gestão de custos pelas empresas listadas na bovespa: segmento carnes e derivados. **Custos e @gronegócios on line**, [S. l.], v. 6, n. 1, p. 18-38, jan./abr. 2010. Disponível em: <<http://www.custoseagronegocioonline.com.br/numero1v6/Gestao%20de%20custos%20em%20empresas%20listadas.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2013.

SKINNER, C. W. The focused factory. **Harvard Business Review**, Boston, v. 52, n. 3, p. 113-122, May/June 1974.

SLOMSKI, V. G. **Roteiro para elaboração da dissertação de mestrado**. 2010. São Paulo: FECAP, 2010.

STEWART, G. B. **The quest for value: a guide line for senior managers**. New York: Harper Business, 1991.

STONER, J. A. F.; FREEMAN, R. E. **Administração**. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

VASCONCELLOS, M. A. S.; GREUMAUD, A. P.; TONETO JÚNIOR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learnig, 2010.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of Directores. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 40, n. 2, p. 185-211, Feb.1996.