

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS
DO RIO DE JANEIRO

MARIANA JESUS LOURENÇO GONÇALVES

Título

**OS EFEITOS DO FINANCIAMENTO DO BNDES SOBRE O LUCRO E O
CRESCIMENTO DAS EMPRESAS**

Orientador Acadêmico

Prof. Mario Couto Soares Pinto

ASSINATURA DO PROFESSOR ORIENTADOR ACADÊMICO

MARIANA JESUS LOURENÇO GONÇALVES

**EFEITOS DO FINANCIAMENTO DO BNDES SOBRE O LUCRO E O
CRESCIMENTO DAS EMPRESAS**

Tese apresentada à Escola de Brasileira de Administração Pública e de Empresas do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo do conhecimento: Estratégia Empresarial

Orientador: Prof. Dr. Mario Couto Soares Pinto.

**RIO DE JANEIRO
2013**

MARIANA JESUS LOURENÇO GONÇALVES

**OS EFEITOS DO FINANCIAMENTO DO BNDES SOBRE O LUCRO E O
CRESCIMENTO DAS EMPRESAS**

Tese apresentada à Escola de Brasileira
de Administração Pública e de
Empresas do Rio de Janeiro da
Fundação Getúlio Vargas como
requisito para obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas

Campo do conhecimento: Estratégia
Empresarial

Data de aprovação:

____/____/____

Banca examinadora:

Prof. Dr. Mario Couto Soares Pinto
(orientador)
FGV-EBAPE

Prof. Dr. Rafael Goldszmidt
FGV-EBAPE

Prof. Dr. Alvaro Bruno Cyrino
FGV-EBAPE

Prof. Dr. Renata Peregrino de Brito
IBMEC

DEDICATÓRIA

*À minha família, de sangue e de coração,
pelo imenso apoio.
Às minhas quatro estrelas que
do Céu abençoam o meu caminho.
À Sofia que me fez descobrir o amor incondicional.*

AGRADECIMENTOS

A Deus por me encorajar a acreditar nos meus sonhos;

À minha filha Sofia simplesmente por existir e por me tornar uma pessoa melhor;

Aos meus pais Arminda e Paulo pelo amor incondicional, pela amizade e por continuamente incentivarem meus estudos;

Ao meu marido, amigo e parceiro Rafael por me fazer acreditar que, no final, tudo sempre dá certo;

Aos meus irmãos por sempre estarem ao meu lado;

Aos meus familiares Jesus Lourenço Gonçalves simplesmente por existirem;

Ao meu irmão da vida Rodrigo Cunha que foi fundamental para que este desafio se tornasse possível;

Ao meu co-orientador Luis pelo contínuo incentivo e pelas incansáveis revisões;

Ao meu estimado amigo Rafael Goldszmidt pela compreensão, disponibilidade e ensinamentos.

RESUMO

A presente dissertação tem por objetivo articular os conceitos de estratégia e políticas públicas, orientadas para o papel do BNDES no contexto brasileiro. A expressividade da atuação do BNDES, a origem de seus recursos e a relevância de seus desembolsos ratificam a importância dos financiamentos da instituição para a economia doméstica.

Neste particular, o presente trabalho apresenta uma análise evolutiva do conceito de banco de desenvolvimento e contextualiza a atuação do BNDES na realidade brasileira, marcada pela restrição ao crédito de longo prazo, como um banco de desenvolvimento vocacionado para a democratização do crédito, conciliando a lógica da lucratividade com a necessidade de promoção dos objetivos sociais (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

Como banco público, a atuação do BNDES assume um papel peculiar na economia nacional que o diferencia das instituições financeiras tradicionais. Os efeitos dos financiamentos do BNDES devem promover a conciliação dos objetivos privados com as prioridades públicas perseguidas pela instituição. A articulação destes objetivos gravita em torno do conceito de criação de valor e apropriação do valor criado. O BNDES cria valor ao democratizar o acesso ao crédito destinado a apoio de projetos que, por si só, não despertam a atratividade das instituições financeiras privadas. Por sua vez, a apropriação de valor da atividade financeira do BNDES é refletida nas métricas de crescimento das empresas apoiadas.

O resultado da pesquisa consolidou uma análise de desempenho das empresas financiadas e permitiu concluir que, no que diz respeito ao apoio direto do BNDES, não há evidências de que, após esse apoio, tenham ocorrido mudanças nas taxas de crescimento e de rentabilidade das empresas. No âmbito do BNDES Automático, houve um efeito positivo e significativo em termos de crescimento de alguns indicadores.

Palavras-chave: Estratégia, financiamento, criação de valor, desempenho.

ABSTRACT

In this paper the concepts of strategy and public policies related to the participation of BNDES in the Brazilian industrial scenario are presented and discussed. The expressiveness of BNDES's acting, the origin of its resources and the relevance of its disbursements ratify the importance of its financings for the Brazilian economy.

The proposal of this research is to identify the effects of BNDES's financing on the performance of the national industry companies, having as a target the understanding of how and to whom the financing of the Bank generates value. At this point, this essay presents an evolutionary analysis of the concept of development bank and contextualizes BNDES's activity in the Brazilian reality, which is marked by the restriction to the long term credit, as a bank of development oriented to credit democratization, conciliating the idea of profitability with the need to promote social objectives (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

As a public institution, the Bank plays a unique role in the national economy, which makes it different from the traditional financial institutions. The effects of the financings should promote the conciliation of the private benefits with the public priorities aimed by the institution. The fulfillment of these goals involves the concepts of value creation and the appropriation of the created value. BNDES creates value when it democratizes the access to the credit to finance projects which are not attractive to private financial institutions. On the other hand, the appropriation of the value of the financial activity of BNDES is reflected on the metrics of the growth of the supported companies.

The research result consolidated an analysis of performance of the supported companies and allowed us to get to the conclusion that there are no evidences that after the support of the Bank, variations in the growth and profitability rates of these companies have taken place. Regarding "BNDES Automático" ("BNDES Direct"), there was a positive and significant effect on the growth of some indicators.

Key-words: Strategy, Financing, Value Creation, Performance.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	CONTEXTUALIZAÇÃO DOS BANCOS DE INVESTIMENTO E O PAPEL DO BNDES	5
2.1	A Gênese dos Bancos de Desenvolvimento (1930 A 1980).....	6
2.2	Os Bancos de Desenvolvimento no contexto da liberalização financeira (1980 – 2000).....	7
2.3	O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).....	10
3	AS DIMENSÕES DO CONCEITO DE VALOR.....	20
3.1	A concepção de Valor	20
3.2	O conceito de valor na dinâmica da firma.....	24
3.3	As diferentes perspectivas de apropriação do valor.	26
3.4	Dimensões do Desempenho Organizacional, Geração e Apropriação de Valor	31
3.5	Mensuração do desempenho	32
3.6	Apropriação do valor gerado pelos financiamentos do BNDES	33
3.7	Estudos anteriores sobre o efeito do BNDES nas empresas.....	36
4.	METODOLOGIA	38
4.1	Dados e Amostra	38
4.2	Operacionalização das variáveis dependente e independente	40
4.3	Modelo proposto	43
5.	RESULTADOS	46
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	49
7	CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	51
8	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	53
9	ESTUDOS FUTUROS.....	54
10	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	55

1 INTRODUÇÃO

Os bancos de desenvolvimento tiveram sua gênese nos movimentos de reconstrução das economias abaladas pelo pós-guerra. A atuação destas instituições foi desafiada ao longo das reformas liberais que procuraram reduzir a intervenção estatal na economia. A frustração do liberalismo e o reconhecimento da importância do Estado como agente regulador da economia ratificaram a relevância destas instituições que assumem, na realidade moderna, um importante papel de perseguir a democratização do crédito, mitigando a lógica da lucratividade com a necessidade de promoção dos objetivos sociais através do financiamento de longo prazo (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

Os bancos de desenvolvimento se caracterizam por serem orientados para a correção de falhas do mercado através do financiamento de projetos de longa maturação (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012; LAZZARINI, *ET AL*, 2012).

A experiência internacional compartilhada pelos bancos de desenvolvimento influenciou a realidade brasileira. A industrialização tardia da economia brasileira despertou a necessidade de instituição de um banco de desenvolvimento, capaz de contribuir com o processo de industrialização do país (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010).

O BNDES se caracteriza, desde sua instituição em 1952, como agente do desenvolvimento e assume a missão institucional de viabilizar a concessão do crédito através de fontes públicas de recursos. Os recursos do banco representam mais de 13% de todos os investimentos da economia doméstica, razão pela qual o papel do BNDES, no contexto brasileiro, tem se tornado cada vez mais relevante (SOUSA, 2010-a). A instituição está voltada para a realização das prioridades elencadas pelas políticas públicas. Tais atribuições são determinantes para caracterizar o BNDES como uma instituição financeira particular que assume o desafio de conciliar a realização de objetivos econômicos e sociais (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; OTTAVIANO E SOUSA, 2008; BARBOSA E NARDIN, 1999).

Portanto, seja pela natureza de seus recursos, seja pela dimensão de sua missão institucional ou pela relevância de seus desembolsos, é importante avaliar como e para

quem o BNDES gera valor, nas dimensões criação e apropriação de valor (LEPAK, *ET AL*, 2007; BRITO E BRITO, 2012).

Brandenburger e Stuart (1996) afirmam que o conceito de criação de valor se articula a partir da combinação da disposição de pagar do cliente e do custo de oportunidade do fornecedor. A diferença entre a máxima disposição de pagar do consumidor e o custo absorvido pela firma na criação do valor, representa o valor criado pela empresa (BRANDENBURGER E STUART, 1996; HILLMAN E KEIM, 2001; COFF, 1999; BRITO, 2011; BRITO E BRITO, 2012).

A apropriação de valor pela organização é representada pela absorção das externalidades positivas do processo de criação de valor. Tais externalidades são absorvidas pela firma e por todos os integrantes de sua cadeia de valor, em especial, os fornecedores e os clientes e mensuradas a partir das dimensões financeira e de crescimento (COMBS, *ET AL*, 2005). A maximização do valor focada na lucratividade visa recompensar o acionista pelo investimento inicial na firma (JENSEN, 2011). Porém, a lucratividade não representa a única medida de valor, sendo importante considerar, através de indicadores de crescimento, os interesses de todos aqueles atores relevantes envolvidos na cadeia de valor da empresa, assim considerados *stakeholders* (BRITO E BRITO, 2012; HILLMAN E KEIM, 2001).

A partir da definição mais contemporânea do conceito de *stakeholders* (HILLMAN E KEIM, 2001) é possível considerar o BNDES como um *stakeholder* direto das empresas financiadas, na medida em que o relacionamento com a instituição é relevante para as atividades destas firmas. A apropriação do valor criado pelas atividade de financiamento do Banco pode ser mensurada pela avaliação do desempenho organizacional das empresas financiadas e está positivamente relacionada com os indicadores de crescimento das empresas apoiadas.

Uma gestão eficiente do relacionamento da firma com o BNDES visa conjugar a prioridade da lucratividade com as métricas de crescimento capazes de assegurar o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira (HILLMAN; KEIM, 2001; BNDES, 2012).

A despeito de existirem consistentes estudos que abordam a temática da análise de desempenho das empresas financiadas pelo BNDES (SOUSA , 2010; COELHO E DE NIGRI, 2010; OTTAVIANO E SOUSA,2008), incluindo a análise de indicadores de produtividade, nenhum deles priorizou, como escopo de investigação, os indicadores de

desempenho com foco na lucratividade e no crescimento. A iniciativa pioneira deste trabalho é analisar o desempenho das empresas financiadas pelo BNDES com o objetivo de compreender o efeito do financiamento para a empresa e para a sociedade, a partir da análise desses indicadores.

De fato, até o presente momento, não há evidências empíricas que analisassem os efeitos dos financiamentos do BNDES nos indicadores de lucratividade e de crescimento de forma articulada. Compreender os efeitos do financiamento do BNDES é determinante para avaliar a política de investimentos do Banco, sobretudo por que:

(a) Sob a ótica de um banco de desenvolvimento voltado à promoção do desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades, os indicadores de crescimento são relevantes. Assim, caso o resultado do presente estudo identifique a existência de uma relação positiva entre o financiamento do BNDES e os indicadores de crescimento, tal evidência confirmará a orientação da política industrial do Banco justificando seu papel institucional de banco de fomento.

(b) Todavia, caso o resultado do experimento não confirme a existência de uma relação positiva entre o financiamento do BNDES e os indicadores de crescimento, é fundamental reavaliar os programas de financiamento do Banco e, eventualmente, redirecionar sua política industrial com o objetivo de preservar sua vocação desenvolvimentista. Esta preocupação ganhará contornos mais relevantes se o resultado da pesquisa confirmar, adicionalmente, a existência de uma relação positiva entre o desempenho das empresas e os indicadores de lucratividade, o que desvirtua as funções institucionais do BNDES.

Torna-se de fundamental relevância investigar como o financiamento do BNDES influencia o desempenho das empresas e, em especial, para quem o financiamento do banco contribui, ou seja, para quem ele cria valor.

Assim, esta dissertação procura avaliar o desempenho das empresas financiadas pelo BNDES com o objetivo de compreender se as firmas apoiadas conseguem conjugar a criação de valor para os proprietários, representada pelas métricas de lucratividade, com a criação de valor para a sociedade, que representa um dos objetivos institucionais do BNDES, identificada pelas métricas de crescimento.

Os principais objetivos desenvolvidos ao longo deste trabalho são:

- contextualizar a evolução do papel dos bancos de desenvolvimento;
- compreender o papel peculiar do BNDES como banco de desenvolvimento no contexto brasileiro;
- avaliar se os empréstimos do BNDES criam valor e, em caso positivo, de que forma este valor é apropriado através da análise das métricas de lucratividade e de crescimento das empresas industriais.

A dissertação está organizada em seis capítulos, e é inaugurada pela presente introdução. O referencial teórico está dividido em duas seções que representam o segundo e terceiro capítulos. O segundo capítulo tem como proposta apresentar uma revisão teórica, a partir dos estudos empíricos, do conceito de banco de desenvolvimento e contextualizar o BNDES nesta realidade. O capítulo seguinte tem como foco apresentar uma revisão teórica do tema valor, nas dimensões criação de valor e apropriação de valor, com o objetivo de compreender como e para quem os empréstimos do BNDES criam valor.

O quarto capítulo aborda a metodologia da pesquisa em que é apresentada a metodologia desenvolvida acompanhada da descrição detalhada da base de dados.

Os resultados da pesquisa são expostos no capítulo posterior que se inicia com a apresentação dos resultados do modelo.

Por fim, o sexto capítulo apresenta as Considerações Finais em que são consolidadas as contribuições do presente trabalho, além das limitações da pesquisa e sugestões para estudos futuros.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO DOS BANCOS DE INVESTIMENTO E O PAPEL DO BNDES

Este capítulo tem como proposta apresentar uma revisão teórica, a partir dos estudos empíricos, do conceito de banco de desenvolvimento e contextualizar o BNDES nesta realidade. Segundo Bruck (1998) estudos empíricos sobre banco de desenvolvimento são escassos e a maioria da literatura existente se detém ao debate teórico, o que não minimiza a importância destas instituições.

Os bancos de desenvolvimento foram orientados para semear o progresso econômico em países em que a fragilidade do sistema financeiro não era capaz de acompanhar a necessidade de um ritmo acelerado de expansão (HERMANN, 2010). O Brasil vivenciou esta experiência na década de 50, o que justificou a criação do BNDES em 1952. O banco assumiu distintas prioridades ao longo de sua história e, especialmente com a adoção do modelo liberalista no Brasil, a partir da década de 90, o BNDES redesenhou o seu papel e ampliou a relevância de sua atuação, contrariando as expectativas de alguns estudiosos (LAZZARINI, *ET AL*, 2012).

A sessão abordará, inicialmente, o contexto da evolução do papel dos bancos de desenvolvimento, no período de 1930 a 1980. Posteriormente, a partir do fracasso das iniciativas liberais, o estudo analisará como os bancos de desenvolvimento reagiram à incapacidade de o sistema de crédito privado promover investimentos de longo prazo (HERMANN, 2010). Tal realidade demandou a atuação dos bancos de desenvolvimento na promoção de investimentos de longo prazo e, no caso brasileiro, o BNDES teve uma atuação determinante (CULPEPER, 2012). A compreensão do papel do BNDES no contexto brasileiro encerra este capítulo, destacando a vocação da instituição para promoção do crescimento econômico justo e sustentável o que revela a peculiaridade de sua atuação (BNDES, 2012). A conclusão desta seção tem por objetivo caracterizar o BNDES como uma instituição singular dado que a articulação de suas prioridades visa conjugar objetivos econômicos e sociais. Esta compreensão será determinante para, a partir da seção seguinte, identificar como e para quem a instituição cria valor, de forma a atender ao objetivo da pesquisa, qual seja, avaliar se os empréstimos do BNDES criam valor e de que forma este valor é apropriado.

2.1 A Gênese dos Bancos de Desenvolvimento (1930 A 1980)

Os bancos de desenvolvimento caracterizam-se por serem orientados para a correção de falhas do mercado através do financiamento de projetos de longa maturação (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012; LAZZARINI, ET AL, 2012).

A vocação dos bancos de desenvolvimento tem explicação histórica. A crise mundial de 1930 representou uma crise de credibilidade no sistema financeiro e comprometeu integralmente o acesso ao crédito, segundo Bruck (2009). Esta crise foi agravada por ser sucedida pela II Guerra Mundial (1939-1945), ocorrida em grande parte em território europeu, mas que consumiu recursos bélicos não apenas dos países da Europa, mas inclusive do Japão, Rússia e Estados Unidos. Os destroços da guerra e os dispêndios financeiros com sua manutenção, ao longo de seis anos, afetaram a economia europeia e principalmente a americana, o que tornou necessário um projeto estruturado de reconstrução dos países (BRUCK, 2009).

Com o fim da II Guerra Mundial, o continente europeu reinaugurou a possibilidade de financiamento para a reconstrução de suas economias, embora reconhecesse que suas reservas haviam se esgotado com os dispêndios bélicos e, portanto, faltava fôlego financeiro para tal desafio (BRUCK, 2009).

Este contexto propiciou a criação de um mecanismo externo de transferência financeira para apoiar o desenvolvimento de projetos emergentes orientados para a retomada das atividades econômicas no continente europeu. Os bancos comerciais, em sua gênese, estavam vocacionados para a concessão do crédito de curto prazo e apoio aos projetos de curta maturação (HERMAN, 2010), de modo que suas prioridades não eram aderentes ao planejamento de longo prazo exigido pelas economias para superar os traumas da II Guerra Mundial.

O banco de desenvolvimento representava o principal instrumento de planejamento, financiamento e avaliação de projetos aderentes às prioridades de desenvolvimento com o objetivo de alocar recursos nas prioridades que o mercado privado não reconhecia como relevante (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; SAPIENZA, 2002).

Os bancos de desenvolvimento representam uma das formas de atuação do Estado no sistema financeiro que pode ser orientada, segundo Hermann (2010), a partir de dois enfoques distintos, quais sejam:

(a) modelo de Shaw e Mc Kinnon segundo o qual se deve privilegiar a atuação mínima do intervencionismo estatal nos setores da economia tendo em vista que, em mercados maduros, inexistem assimetria de informações razão pela qual a iniciativa privada é capaz de garantir a eficiência do mercado. Neste caso, o Estado atua como coadjuvante do mercado financeiro e, neste contexto, os bancos de desenvolvimento não teriam qualquer representatividade, e;

(b) filiação keynesiana que apoia a ampliação da atuação do Estado na economia com o objetivo de corrigir a assimetria de informações e incertezas inerentes ao mercado. Os mercados financeiros tendem a se expandir de forma incompleta e a atuação do Estado através dos bancos de desenvolvimento é necessária.

A realidade da economia mundial, no contexto do início do século XX, revelou que o mercado financeiro estritamente privado é incompleto e não alcança segmentos importantes especialmente relacionados às inovações das operações de longo prazo, às atividades cujo maior atrativo é a rentabilidade social e aos investimentos nas pequenas e médias empresas que representam importantes fontes de emprego (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012). Tais demandas justificam a atuação, de natureza complementar, dos bancos de desenvolvimento, que intervêm simultaneamente como provedor do crédito e promotor do desenvolvimento (BRUCK, 1998; SAPIENZA, 2002; HERMANN, 2010).

2.2 Os Bancos de Desenvolvimento no contexto da liberalização financeira (1980 – 2000)

Superados os traumas da crise financeira mundial, de 1930, sucedida pelos esforços bélicos empreendidos na II Guerra Mundial, o crescimento econômico foi retomado no continente europeu, nos Estados Unidos e no Japão. Os países passaram por um intenso processo de reconstrução que contou com o apoio de investimentos

estatais direcionados a projetos de longo prazo realizados inclusive por bancos de desenvolvimento (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

A maturidade dos mercados econômicos, representada pelo esforço bem sucedido empreendido na reconstrução nos países afetados pela guerra, instigou um pensamento crítico sobre a intervenção estatal, manifestada inclusive pela atuação dos bancos de desenvolvimento. A retomada do pensamento liberal nos países ocidentais fez renascer a ambição de afastar o Estado da intervenção e da gestão de diversos setores da economia (HERMANN, 2010).

O movimento liberal iniciado nos anos 80, especialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, manifestava a preocupação com a formação de blocos econômicos que, sob a justificativa de facilitar a circulação da produção, incentivavam a redução da atuação do Estado na economia e, como consequência, a redução, ou mesmo a extinção, da atuação dos bancos de desenvolvimento (BRUCK, 1998; HERMANN, 2010).

Os críticos à atuação dos bancos de desenvolvimento sustentam que as taxas subsidiadas praticadas por estas instituições atraíam empresas que, a despeito de terem acesso ao crédito no mercado privado, buscam, tão somente, reduzir o custo de oportunidade de seus projetos (LAZZARINI, ET AL, 2012). Assim, a atuação dos bancos de desenvolvimento não era residual e restringia o escopo de atuação do mercado comprometendo a competitividade das instituições financeiras privadas cujas taxas juros não eram subsidiadas.

Segundo Hermann (2010) os defensores do liberalismo argumentavam a favor da intervenção mínima do Estado na economia restrita à atividade de supervisão do mercado financeiro com vistas a garantir a transparência, a independência e a segurança jurídica das instituições. Com a promoção de um ambiente macroeconômico saudável a iniciativa privada promoveria o desenvolvimento econômico de forma completa (LAZZARINI, ET AL, 2012).

Embora tenham iniciado nos anos oitenta, foi apenas na década de noventa que as políticas liberais foram implementadas (HERMANN, 2010) e tinham como objetivo eliminar gradualmente a necessidade de atuação dos bancos de desenvolvimento, vis a

vis, a prioridade de reduzir a intervenção do Estado na economia. As reformas liberais incentivaram a criação das instituições financeiras privadas, a privatização dos bancos estatais e, posteriormente, a abertura do capital ampliou a presença dos bancos estrangeiros nos países em desenvolvimento cuja orientação privilegiava, quase que exclusivamente, a concessão de crédito às grandes empresas (CULPEPER, 2012).

Entretanto, as crises financeiras ocorridas no período de 1997, 2002 e 2007, após a afirmação dos movimentos liberais, confirmaram os prognósticos negativos em relação à redução do papel do Estado (HERMANN, 2010). Os agentes financeiros foram ricamente recompensados comprometendo a estabilidade e o crescimento econômico o que só foi possível porque a atuação destas instituições se desenvolveu em um contexto de insuficiente regulação (CULPEPER, 2012) que promoveu uma crise de credibilidade.

A relevância dos serviços financeiros é representada por um duplo aspecto, privado, na medida em que a atuação dos bancos privados na realização de operações financeiras geram benefícios privados, e público, tendo em vista que a atividade financeira é determinante para a estabilidade do sistema, controle da inflação, estabilidade dos preços e encorajamento do crescimento (CULPEPER, 2012). A miopia das grandes economias em relação a esta percepção agravou as consequências do fracasso das políticas liberais.

Os desafios da inclusão financeira não foram resolvidos pelo liberalismo que não conseguiu promover o acesso ao crédito pelas micro e pequenas empresas e tampouco corrigir as assimetrias do mercado financeiro, de modo a torna-lo mais equitativo e eficiente (HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012; LAZZARINI, ET AL, 2012). Os bancos de desenvolvimento foram determinantes para a manutenção da concessão do crédito para as atividades produtivas realizando um movimento contracíclico (LAZZARINI, ET AL, 2012; CULPEPER, 2012).

Os bancos de desenvolvimento tiveram sua gênese nos movimentos de reconstrução das economias abaladas pelo pós-guerra. A atuação destas instituições foi desafiada ao longo das reformas liberais que procuraram reduzir a intervenção estatal na economia. A frustração do liberalismo e o reconhecimento da importância do Estado como agente regulador da economia ratificou a relevância dos bancos de desenvolvimento que assumem, na realidade moderna, importante papel de perseguir a democratização do crédito conciliando a lógica da lucratividade com a necessidade

de promoção dos objetivos sociais (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010,

Esta lógica que permeia a construção de uma teoria sobre banco de desenvolvimento também foi compartilhada pela realidade brasileira. A industrialização tardia do país, que se iniciou na década de 50, permitiu que o Estado, a partir da experiência das grandes economias estrangeiras, reconhecesse a importância de instituir um agente financeiro, no caso o BNDES, alinhado com as prioridades estatais, capaz de contribuir com o processo de industrialização do país (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010). A seção seguinte contextualizará a criação do BNDES e a diversificação de sua atuação, ao longo dos anos, como agente do desenvolvimento voltado para a realização das prioridades elencadas pelas políticas públicas. Tais atribuições são determinantes para caracterizar o BNDES como uma instituição financeira particular que assume o desafio de conciliar a realização de objetivos econômicos e sociais. Esta compreensão é determinante para analisar o valor criado e apropriado pelo BNDES no contexto brasileiro.

2.3 O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

2.3.1 A constituição e atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento – BNDE (1952 a 1982).

A criação do BNDE se confunde com a origem do processo de industrialização brasileiro (BARBOSA E NARDIN, 1989). O ano de 1952, no contexto do segundo governo de Getúlio Vargas, marcou a assinatura do Decreto de criação do, então, BNDE – Banco de Desenvolvimento Econômico – que tinha como missão institucional apoiar o processo de industrialização e transformação da economia. A missão institucional do BNDE sintetizava as prioridades de um nacionalismo populista estampadas no plano de metas desenvolvido pelo então presidente Getúlio Vargas (BARBOSA E NARDIN, 1989).

No período de 1960 a 1970 o BNDE assumiu o papel de principal agente estatal do processo de industrialização brasileiro e contribuiu para a abertura democrática do país. Coube ao BNDE flexibilizar os pontos de estrangulamento da capacidade produtiva através da disponibilização de investimentos de longo prazo destinados aos

segmentos considerados prioritários voltados especialmente para projetos de reaparelhamento industrial e de infraestrutura (PEREIRA, 2007; PROCHNIK E MACHADO, 2008; HERMANN, 2010).

Os recursos do BNDE, na oportunidade de sua constituição, eram oriundos do adicional restituível sobre o imposto de renda destinado a um fundo especial de promoção do crescimento econômico denominado Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE).¹, que a partir de 1965, passou a estar previsto no orçamento da União. Especialmente no período de 1967 a 1973 ocorreu uma irregularidade no fluxo de ingresso de recursos do Banco, pois o orçamento da instituição passou a estar vinculado ao orçamento monetário do governo o que comprometia a atuação e a continuidade de sua política de investimentos do BNDE (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

A estratégia de crescimento que orientou a economia brasileira no final de década de 70 e no início da década de 80 estava direcionada para a ruptura do estrangulamento das contas externas, representada pelo forte endividamento, e a consequente expansão das exportações especialmente no setor agrícola em razão das vantagens comparativas desfrutadas pelo país (PEREIRA, 2007).

O direcionamento da política industrial brasileira neste período considerava que o país deveria se concentrar na produção daqueles setores que tivessem alguma vantagem comparativa, ou seja, naqueles setores em que o custo de oportunidade de produção do bem no Brasil fosse inferior em relação ao custo de oportunidade dos demais países (ALMEIDA, 2009; PEREIRA, 2007).

Alinhado com as prioridades estabelecidas pela política industrial brasileira, o BNDE orientou suas ações para o fomento à substituição das importações, em especial de insumos básicos e de bens de capital, com vistas a reduzir o endividamento externo (CARNEIRO, 2002; PEREIRA, 2007).

Em que pese este esforço de investimentos, a crise brasileira configurava-se como uma crise estrutural representada pela redução da poupança e dos investimentos do país, em virtude das dificuldades de superar o forte endividamento externo (CARNEIRO, 2002; PEREIRA, 2007). A estagnação e as altas taxas de inflação caracterizaram a economia brasileira no início da década de 80 que foi marcada por não

¹ Consistia numa taxa adicional de 15% incidente sobre o imposto de renda devido por todas as pessoas físicas e jurídicas sujeitas ao pagamento de pelo menos Cr\$ 10 mil do tributo.

ter registrado nenhum ciclo expansionista consistente, o que comprometeu as políticas de financiamento de longo prazo reduzindo o volume de operações com o BNDE (HERMANN, 2010). Não obstante, o BNDE participou, ativamente, do esforço de retomada do crescimento sustentável com vistas a proporcionar um desenvolvimento democrático com redução das desigualdades regionais iniciado ao final da década de 80 (BARBOSA E NARDIN, 1989).

2.3.2 A atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – a partir de 1988

A instabilidade das fontes de recursos do Banco e a vinculação da destinação de seus investimentos comprometiam a atuação da instituição. Apenas em 1974 o então BNDE passou a ter maior previsibilidade sobre o ingresso de seus recursos que eram originados da destinação das arrecadações do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP) (PROCHNIK E MACHADO, 2008).

Em 1982, com a ampliação de seu escopo de atuação em razão da atribuição da responsabilidade de gerir o Fundo de Investimento Social (Finsocial), atual Contribuição para o PIS, a palavra “social” foi adicionada e a instituição passou a ser reconhecida como Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A ampliação das atribuições do BNDES demandava uma maior flexibilidade na aplicação de seus recursos com a necessidade de diversificar as atividades apoiadas.

A Constituição da República de 1988 reconheceu esta necessidade e conferiu status constitucional à destinação dos recursos do BNDES, orientando de forma genérica a sua aplicação. Em seu artigo 239, a Constituição da República de 1988 dispõe:

“Art. 239. A arrecadação decorrente das contribuições para o Programa de Integração Social, criado pela Lei Complementar nº 7, de 7 de setembro de 1970, e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, criado pela Lei Complementar nº 8, de 3 de dezembro de 1970, passa, a partir da promulgação desta Constituição, a financiar, nos termos que a lei dispuser, o programa do seguro-desemprego e o abono de que trata o § 3º deste artigo. (Regulamento)

§ 1º - Dos recursos mencionados no "caput" deste artigo, pelo menos quarenta por cento serão destinados a financiar programas de desenvolvimento econômico, através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, com critérios de remuneração que lhes preservem o valor.

§ 2º - Os patrimônios acumulados do Programa de Integração Social e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público são preservados, mantendo-se os critérios de saque nas situações previstas nas leis específicas, com exceção da retirada por motivo de casamento, ficando vedada a distribuição da arrecadação de que trata o "caput" deste artigo, para depósito nas contas individuais dos participantes.

§ 3º - Aos empregados que percebam de empregadores que contribuem para o Programa de Integração Social ou para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, até dois salários mínimos de remuneração mensal, é assegurado o pagamento de um salário mínimo anual, computado neste valor o rendimento das contas individuais, no caso daqueles que já participavam dos referidos programas, até a data da promulgação desta Constituição.

§ 4º - O financiamento do seguro-desemprego receberá uma contribuição adicional da empresa cujo índice de rotatividade da força de trabalho superar o índice médio da rotatividade do setor, na forma estabelecida por lei.”

A vocação institucional do BNDES foi reconhecida pela Constituição da República que atribui ao Banco a missão de apoiar programas de desenvolvimento econômico com critérios de remuneração que lhe preserve o valor. Portanto, ao longo do seu período de existência, observa-se uma maior desvinculação entre as origens e a destinação dos recursos do BNDES o que permitiu à instituição, especialmente a partir de 1988, expandir e diversificar a sua atuação estreitando o seu laço com o governo, passando a atuar simultaneamente como provedor do crédito e promotor do desenvolvimento (PROCHNIK E MACHADO, 2008; HERMANN, 2010).

A autonomia das fontes e da aplicação dos recursos do BNDES coincidiu com um momento peculiar da economia brasileira em que foi posto em prática, a partir de 1994, um plano de estabilização da economia e uma forte política de equilíbrio fiscal com vistas a permitir a retomada do crescimento do país (Carneiro, 2002). A década de noventa foi marcada pela implementação das políticas liberais no Brasil que tinham

como prioridade reduzir a intervenção do Estado na economia (ANUATTI-NETO, ET AL, 2005; LAZZARINI, ET AL, 2012).

As reformas liberais incentivaram a criação das instituições financeiras privadas, a privatização de empresas controladas pelo Estado e, posteriormente, a abertura do seu capital. Tais medidas coincidiram com o lento crescimento da economia que ainda se adaptava às grandes transformações ocorridas (ANUATTI-NETO, ET AL, 2005). Segundo Almeida (2009):

“Nos primeiros anos da década de 1990, o Brasil intensificou o seu processo de abertura comercial no governo Collor e deu início ao processo de privatização, intensificado no governo do presidente Fernando Henrique Cardoso. Naquele momento, os setores de telecomunicações, energia e siderurgia foram privatizados.”

Entre 1991 e 2001, o governo brasileiro transferiu para o setor privado o controle de mais de cem empresas estatais e as participações minoritárias em várias companhias (ANUATTI-NETO, ET AL, 2005). O Estado assumiu o papel clássico de regulador, por meio da aprovação de novos marcos regulatórios e da criação de agências reguladoras (ALMEIDA, 2009).

O BNDES assumiu o papel de articulador do processo de privatização brasileiro atuando, seja através da concessão de financiamento seja através de participação acionária, como um dos financiadores das aquisições o que justifica o aumento de seus desembolsos direcionados ao setor público em pleno contexto de liberalização (ALMEIDA, 2010; HERMANN, 2010; LAZZARINI, ET AL, 2012).

As reformas liberais ampliaram o escopo de atuação do BNDES (LAZZARINI, ET AL, 2012). Neste período o crescimento do Brasil estava orientado para a adoção de uma política industrial mais abrangente (ALMEIDA, 2009; HERMANN, 2010) reconhecida pelo governo Lula como prioritária para assegurar o desenvolvimento sustentável do país. O plano de ação do governo coincidiu com a adoção da Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE) com vistas a aumentar a eficiência e a capacitação das indústrias nacionais e permitir a expansão das exportações (BNDES, 2011).

Entretanto, a subjetividade das diretrizes da PITCE e a falta de clareza e objetivos relativos aos setores prioritários levaram ao insucesso de suas medidas

(ALMEIDA, 2009). Com o objetivo de superar esta frustração e apresentar uma política industrial consistente o governo lançou, em 2008, a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) cuja elaboração contou com a contribuição de distintas representações da indústria, do comércio, de ministérios e inclusive do BNDES (ALMEIDA, 2009; HERMANN, 2010; MDIC, 2012).

A PDP teve por objetivo elaborar as ações necessárias à construção da competitividade de médio e longo prazo da economia brasileira, favorecendo à criação de um ambiente cada vez mais intensivo em inovação e diferenciação (MDIC, 2012). A PDP foi introduzida em uma conjuntura econômica positiva em que o país retomava as rédeas do crescimento econômico, colhendo os frutos da estabilização da economia e da forte política de equilíbrio fiscal (CARNEIRO, 2002). O país experimentava uma melhoria na distribuição de rendas, uma redução gradual do endividamento público e um crescente *superávit* comercial (ALMEIDA, 2009).

A PDP reunia uma série de metas estratégicas que conjugavam (MDIC, 2012; ALMEIDA, 2009): (i) o aumento da taxa de investimento da economia brasileira; (ii) a elevação do gasto privado em pesquisa e desenvolvimento; (iii) a ampliação da participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais e (iv) o crescimento do número de micro e pequenas empresas exportadoras.

O direcionamento da PDP retomou a orientação estabelecida pela política industrial brasileira do final da década de 70 e do início da década de 80, ao considerar que o país deveria se concentrar na produção daqueles setores que tivessem alguma vantagem comparativa (ALMEIDA, 2009; PEREIRA, 2007).

O Banco atua como colaborador da execução da política de investimento do governo federal com vistas a apoiar iniciativas aderentes às políticas públicas que contribuam para o desenvolvimento sustentável do país (PEREIRA, 2007; PROCHNIK E MACHADO, 2009; HERMANN, 2010). Portanto, a atuação do BNDES está orientada para a articulação da PDP.

Tal fato justifica o direcionamento da missão institucional do Banco para a criação de líderes nacionais, ou seja, grandes empresas competitivas e consolidadoras de um setor (LAZZARINI, ET AL, 2012). Nestes últimos anos o BNDES diversificou a sua atuação com o objetivo de atender o dinamismo e o crescimento da economia brasileira. A lógica que orienta a

política de investimentos do BNDES é particular e articula a necessidade de promoção do fortalecimento da economia nacional com a compatibilização das políticas públicas, de modo que, a lucratividade é mitigada pela priorização de externalidades sociais. Tal fato evidencia que o BNDES é uma instituição peculiar cuja atuação contribui para uma menor vulnerabilidade da economia doméstica, especialmente nos momentos de crise, demandando do Banco uma capacidade de atuação ágil, criativa e flexível, de modo a articular as prioridades sociais com as necessidades privadas (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; OTTAVIANO E SOUSA, 2008; BARBOSA E NARDIN, 1999; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

Sintetizando as particularidades do papel do financiamento do BNDES, Ottaviano e Sousa (2008) ponderam que as restrições de acesso ao crédito para projetos de longo prazo é uma das falhas de mercado da economia brasileira, reconhecida pelo Governo Federal que, através do BNDES, fornece empréstimo de longo prazo com o objetivo de aumentar a competitividade econômica do Brasil, possibilitando o acesso ao crédito pelas empresas de médio e pequeno porte (BARBOSA E NARDIN, 1999; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012). A atuação do BNDES curva-se para o desenvolvimento sustentável do Brasil em suas dimensões econômica e social.

Alinhado com estas prioridades, a seção seguinte revela o desempenho do Banco no ano de 2011. A instituição reafirma o seu relevante papel na economia brasileira e convive com o desafio da conciliação da lucratividade, representada pela competitividade das empresas nacionais, com os objetivos sociais, refletidos, sobretudo, nas métricas de democratização do acesso ao crédito.

2.3.3 O atual desempenho do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – 2011.

A missão institucional do BNDES incorpora finalidades econômicas e sociais ao estabelecer que o Banco está orientado para a promoção do desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais (BNDES, 2012).

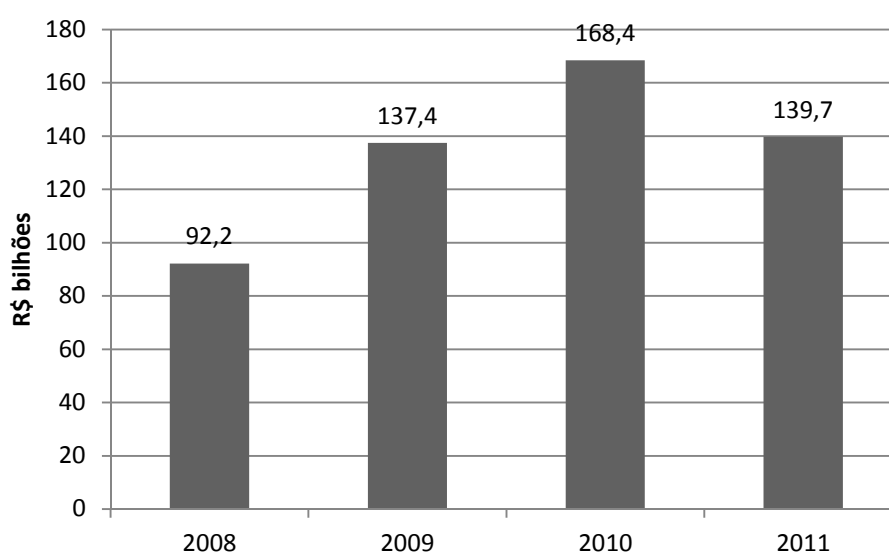
O apoio do BNDES para o desenvolvimento da economia nacional, desde a sua concepção até os dias atuais, ocorre, tradicionalmente pelas operações financeiras, em que a parte financiadora é representada pela instituição financeira, no caso o BNDES,

que fornece apoio por meio de recursos para a empresa industrial que está sendo financiada, de modo que esta possa executar investimento específico previamente acordado em contrato.

No contexto brasileiro, marcado por restrições de crédito para projetos de longa maturação, o BNDES tem desempenhado um importante papel no financiamento de longo prazo de investimentos produtivos no país direcionado, inclusive, para as empresas de médio e pequeno porte. O desempenho do BNDES, no ano de 2011, esteve associado a estas prioridades (BNDES, 2012).

A expressividade da atuação do Banco é reconhecida pela representatividade de seus desembolsos que, ao longo do ano de 2011, superaram cento e trinta e nove milhões de reais, como mostra a Figura 1 (BNDES, 2012).

Figura 1 – Desembolsos do BNDES - 2008-2011



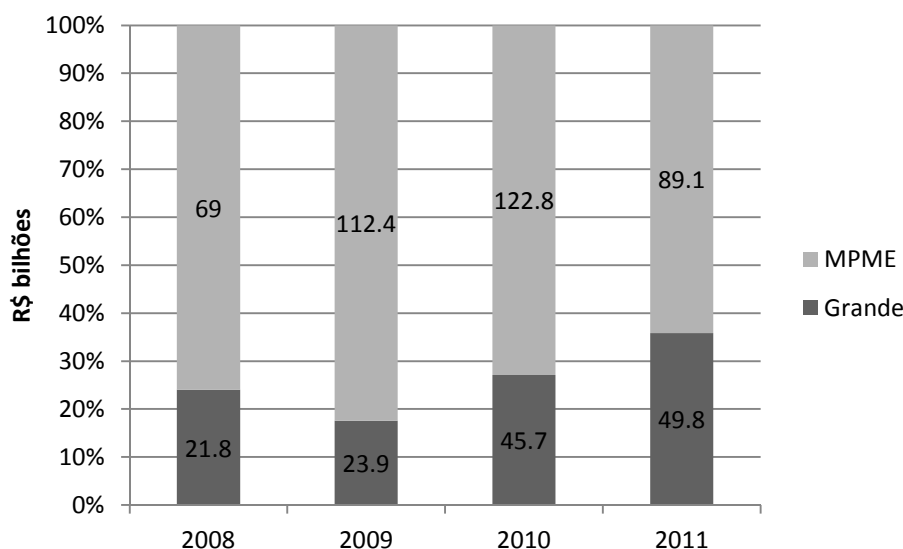
Fonte: BNDES, 2012. Relatório Anual, 2011.

O reconhecimento da relevância da atuação do BNDES é comprovado pelo estudo de Sousa (2010-a) ao pontuar que os recursos do banco representam mais de 13% de todos os investimentos na economia doméstica.

Além disso, o desenvolvimento sustentável requer a democratização do acesso ao crédito, permitindo que pequenas e médias empresas tenham acesso ao financiamento. Os desembolsos do BNDES direcionados ao apoio das pequenas e

médias empresas têm evoluído significativamente e representou, em 2011, 49,8 milhões dos desembolsos da instituição, de acordo com a Figura 2 (BNDES, 2012):

Figura 2 – Desembolsos do BNDES por porte de empresas 2008-2011



Fonte: BNDES, 2012. Relatório Anual, 2011.

Vale registrar que, para efeitos do apoio financeiro por meio das linhas de financiamento do BNDES são consideradas: (i) microempresa: as empresas que possuem receita operacional bruta anual menor ou igual a R\$ 2,4 milhões; (ii) pequena empresa: empresas que possuem receita operacional bruta anual maior que R\$ 2,4 milhões e menor ou igual a R\$ 16 milhões; (iii) média empresa: as empresas que possuem receita operacional bruta anual maior que R\$ 16 milhões e menor ou igual a R\$ 90 milhões; (iv) média-grande e grande empresa: as empresas que possuem receita operacional bruta anual maior que R\$ 90 milhões (BNDES, 2012). A estatística revela a preocupação do BNDES de superar os desafios da inclusão financeira (CULPEPER, 2012). A correção das assimetrias do mercado financeiro, de modo a torná-lo mais equitativo e eficiente, demandou a atuação dos bancos de desenvolvimento na promoção de investimentos produtivos (LAZZARINI, ET AL, 2012).

O mercado financeiro estritamente privado é incompleto e não alcança segmentos importantes, especialmente relacionados aos investimentos nas pequenas e médias empresas que representam importantes fontes de emprego (BRUCK, 1998; HERMANN, 2010). A atuação do BNDES tem como finalidade suprir esta lacuna e assume como diretriz a capacitação e a competitividade das empresas nacionais. Tal

atribuição impõe ao BNDES uma flexibilidade de atuação, representada pelas diferentes formas de apoio com vistas a atender às especificidades e à dinâmica de cada setor e reduzir a vulnerabilidade da economia doméstica (BNDES, 2012).

A instituição BNDES reveste-se, portanto, de características peculiares que as diferenciam das instituições financeiras privadas. A atuação do Banco deve estar alinhada com as prioridades públicas e ao mesmo tempo perseguir retornos financeiros que assegurem sua sobrevivência como instituição de crédito. O desafio da conciliação desses interesses impõe ao BNDES a necessidade de uma atuação ágil e flexível capaz de promover a competitividade das empresas e as metas sociais, conjugando as prioridades do período pré e pós liberalismo (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; OTTAVIANO E SOUSA, 2008; BARBOSA E NARDIN, 1999; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

Portanto, avaliar os efeitos do financiamento do BNDES passa a ser uma questão relevante, seja pela natureza de seus recursos, (BARBOSA E NARDINI, 1989; PROCHNIK E MACHADO, 2008), seja pela importância de sua atuação institucional (BRUCK, 1998; HERMANN, 2010) ou ainda porque o desempenho das empresas financiadas é fundamental para a sustentabilidade do desenvolvimento econômico (HERMANN, 2010; BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; CULPEPER, 2012).

Diante destas particularidades, os efeitos dos financiamentos do BNDES devem maximizar as prioridades públicas e privadas perseguidas pela instituição. Tal compreensão está inserida no conceito de valor a partir da lógica da criação e captura de valor que serão exploradas na seção seguinte.

3 AS DIMENSÕES DO CONCEITO DE VALOR

Esta seção tem como proposta desenvolver uma revisão teórica do tema valor, nas dimensões criação de valor e apropriação de valor, com o objetivo de compreender como e para quem os empréstimos do BNDES criam valor.

A temática em torno do conceito de valor é recorrente nos estudos empíricos em estratégia, especialmente porque tal conceito está associado à teoria sobre vantagem competitiva. O conceito de valor tem sido considerado determinante para explicar o desempenho superior das empresas (BRITO, 2011; BRITO E BRITO, 2012) e por essa razão orienta as principais decisões das firmas. Portanto, a abordagem inicial desta seção tem por objetivo contextualizar o conceito de valor, o que permitirá analisá-lo em suas duas dimensões, quais sejam: a criação de valor e a apropriação de valor. A partir da conjugação destas duas óticas, o estudo propõe uma análise do BNDES como um stakeholder direto das empresas financiadas. Sob esta perspectiva, é importante avaliar como e para quem o BNDES gera valor. Tais considerações permearão as conclusões deste estudo que tem por objetivo esclarecer se os empréstimos do BNDES criam valor e de que forma este valor é apropriado.

3.1 A concepção de Valor

Os conceitos de criação e apropriação de valor estão relacionados de forma subjacente com a ideia de vantagem competitiva. Vantagem competitiva é definida como a capacidade de a organização criar valor superior, ou *added value*, em relação aos seus concorrentes diretos (PORTER, 1985; BRITO, 2011; BARNEY, 1991). A superioridade na criação de valor permite que a empresa se torne mais competitiva e estabeleça estratégias de competitividade (Brito & Brito, 2012). Estas estratégias de competitividade decorrem do benefício de liderar o processo de criação de valor, considerado por Barney (1991) como o *first mover*.

A literatura reconhece que a definição de vantagem competitiva é desenvolvida a partir da análise do conceito de criação e apropriação de valor (BARNEY E PETERAF, 2003; BRITO E BRITO, 2012). A criação de valor pode ensejar desdobramentos outros que não exclusivamente a lucratividade (PORTER, 1985) razão pela qual o lucro é uma das formas de apropriação de parte do valor criado pela firma (CROOK, ET AL, 2008).

Independente do modelo de negócio assumido pela empresa, a entrega final de seu produto ou serviço consiste na reunião de atividades que são coordenadas a partir da estruturação de uma cadeia de valor (PORTER, 1985). A cadeia de valor da empresa representa a forma como ela executa sua atividade materializada pelos processos de transformação de recursos de forma articulada. A diferenciação deste processo em relação aos seus concorrentes representa fonte de vantagem competitiva (BARNEY, 1991) cuja ideia subjacente reside na compreensão dos conceitos de criação e apropriação de valor.

Há diferentes enfoques sobre o conceito de criação de valor (LEPAK, ET AL, 2007). O enfoque sociológico busca contextualizar as externalidades da criação de valor para a sociedade. Por outro lado, sob a perspectiva econômica, a criação de valor deve privilegiar a maximização da lucratividade (LEPAK, ET AL, 2007). Apesar do enfoque de análise, o conceito de valor é desdobrado em duas dimensões complementares (LEPAK, ET AL, 2007; BRITO E BRITO, 2012), no caso, o processo de criação de valor e o processo de captura de valor que serão detalhados a seguir.

3.1.1 Criação de Valor

Brandenburger e Stuart (1996) afirmam que o conceito de criação de valor se articula a partir da combinação da máxima disposição de pagar do cliente e do custo de oportunidade do fornecedor. A diferença entre o preço pago pelo consumidor e o custo absorvido pela firma na criação do valor, representa o valor apropriado pela empresa.

A disposição de pagar do consumidor é subjetiva e requer que o valor criado seja não só percebido pelo cliente como também o cliente reconheça neste atributo, um valor superior aos custos de produção incorridos pela empresa (PETERAF E BARNEY, 2003; LEPAK, ET AL, 2007; BRITO, 2011). O valor criado deve ser reconhecido pelo consumidor e este reconhecimento deve despertar uma precificação do bem que supere os custos de produção. Segundo Lepak *et al* (2007) a criação de valor é subjetiva porque depende da percepção do cliente que varia de acordo com o contexto competitivo em que o valor é criado. Somente é valorado aquilo que é percebido (BRITO E BRITO, 2012) e a percepção de valor não é uniforme entre os ambientes de negócios.

O conceito econômico de custo de oportunidade relaciona-se com a ideia de escassez de recursos. Os recursos são escassos, razão pela qual as empresas devem fazer escolhas com o objetivo de obter a melhor alternativa competitiva de mercado. No contexto da criação de valor, o custo de oportunidade é analisado a partir da interação entre o fornecedor e a firma (BRITO E BRITO, 2012). Este processo de interação torna relativo o conceito de custo de oportunidade.

Sob a ótica do fornecedor, o seu valor é representado pela diferença entre o custo de oportunidade e o custo da firma (BRANDENBURGER E STUART, 1996). Portanto, na lógica da criação de valor, o valor mínimo tolerado pelo fornecedor receber na venda de seu insumo ou serviço representa o custo de oportunidade (BRANDENBURGER E STUART, 1996).

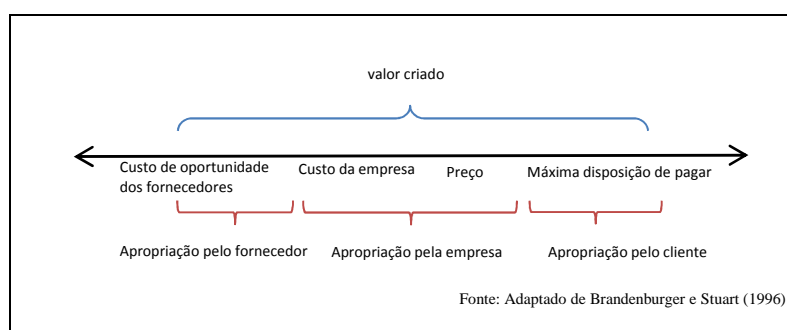
O custo de oportunidade assim como a disposição de pagar do consumidor são conceitos relativos e definem o valor criado (BRITO, 2011). A percepção de valor é influenciada pelas condições do mercado, pelo processo de barganha, pela habilidade de negociação das partes e, inclusive, pelas interações com os fornecedores (BRANDENBURGER E STUART, 1996; COFF, 1999). É relevante para a firma gerenciar as relações com os consumidores, fornecedores e demais integrantes da cadeia de valor (COFF, 1999), de modo a minimizar a assimetria de expectativas ao longo do ciclo de negócios e maximizar a criação de valor evitando incertezas (BRITO, 2011). O gerenciamento adequado das expectativas dos stakeholders primários, assim considerados como as partes determinantes para a atividade da firma, está positivamente associado à criação de valor (HILLMAN E KEIM, 2001).

A melhor estratégia para uma firma agregar valor é a existência de uma assimetria favorável à empresa frente a seus concorrentes (BRANDENBURGER E STUART, 1996). A criação de valor por uma empresa tem extensões diferentes dependendo do mercado em que atua. O contexto de negócios é uma variável importante neste processo (COFF, 1999).

A firma cria valor quando a disposição de pagar do cliente supera os custos de oportunidade exigidos pelo fornecedor. A maximização desta equação está condicionada à boa articulação das expectativas dos atores envolvidos na cadeia de valor da empresa (BRANDENBURGER E STUART, 1996; HILLMAN E KEIM, 2001; COFF, 1999; BRITO, 2011; BRITO E BRITO, 2012).

3.1.2 Apropriação de Valor

O custo de oportunidade e a disposição de pagar representam as duas dimensões da criação de valor, ao passo que o preço e o custo, isoladamente considerados, definem o valor apropriado (BRITO, 2011). O valor criado, para ser considerado um diferencial competitivo ao longo da cadeia de valor, deve ser apropriado pelas partes que buscam, ao longo deste processo, maximizar a sua absorção (PORTER, 1985; BRANDENBURGER E STUART, 1996; LEPAK, ET AL, 2007).



Sob a lógica econômica, desenvolvida a partir da teoria clássica da firma, a apropriação do valor deve circunscrever a esfera de interesse dos acionistas (BRANDENBURGER E STUART, 1996). Esta abordagem pressupõe que o interesse coletivo não pode limitar a propriedade privada e as expectativas de seus titulares, representados pelos acionistas (FREEMAN, ET AL, 2004). Os compromissos sociais não são assumidos pela empresa, pois circunscrevem as prioridades do Estado (HILLMAN E KEIM, 2001) e são implementados a partir das políticas públicas. A lucratividade representa o foco de preocupação da companhia (BRANDENBURGER E STUART, 1996).

Em uma perspectiva mais ampla, a apropriação de valor transcende a lógica do acionista (FREEMAN, 1984). A apropriação do valor gerado pela atividade da firma deve estar orientada para os *stakeholders* que são representados pela coletividade que é afetada pelos objetivos da empresa (BANERJEE, 2007). Segundo Jensen (2001), a maximização de valor para todas as partes interessadas é o objetivo da atividade empresarial. Porém, o próprio autor adverte que esta diversidade de objetivos pode conduzir à arbitrariedade dos gestores (JENSEN, 2001), já que a indeterminação desta coletividade pode justificar práticas empresariais irracionais. É importante definir para quem a empresa deve gerar valor. Os *stakeholders* da firma devem ser determinados e não determináveis. O gerenciamento das expectativas desta coletividade determinada

deve estar restrito aos *stakeholders* primários (HILLMAN E KEIM, 2001; JENSEN, 2001). Segundo Hillman e Keim (2001) *stakeholders* primários são aqueles interessados diretamente nas atividades da firma e sem os quais a organização tem a sua atividade comprometida.

Práticas empresariais orientadas para a promoção de projetos sociais, genericamente considerados, podem comprometer a criação de valor pela empresa. A organização deve reconhecer que a sua atividade afeta múltiplos interesses e que o gerenciamento adequado destes interesses, representados pelos *stakeholders* primários, é um valor intangível (BARNEY, 1991).

Os resultados da organização transcendem a performance financeira, representada pelos interesses dos acionistas. A firma deve legitimar distintos interesses de grupos/indivíduos que são afetados diretamente por suas atividades (FREEMAN, ET AL, 2004). Esta concepção mais ampla reconhece que a atividade empresarial deve conciliar o objetivo da lucratividade com a necessidade de assegurar o bem-estar de seus *stakeholders* primários.

O conceito de valor, assim considerado em suas duas dimensões, quais sejam a criação e a apropriação de valor, abraça diversos interesses (BRITO E BRITO, 2012) de modo que a lucratividade não representa a única medida de valor sendo importante considerar os interesses de todos aqueles atores relevantes envolvidos na cadeia de valor da empresa (HILLMAN E KEIM, 2001).

3.2 O conceito de valor na dinâmica da firma.

O valor adicionado, segundo Branderburger e Stuart (1996), é tido como “o valor criado por todos os integrantes da cadeia vertical menos o valor criado pelos correntes.” O resultado desta diferença representa o valor superior da empresa, ou seja, a sua métrica de diferenciação dos concorrentes.

O conceito de valor superior é, portanto, uma medida relativa, tendo em vista que a superioridade é estabelecida em relação a um referencial. O conceito de valor adicionado pressupõe o contexto de negócio em que a firma compete. Branderburger e Stuart (1996) reconhecem a existência de apenas um líder de criação de valor em cada

indústria. Sob uma perspectiva mais flexível, Peteraf e Barney (2003) reconhecem níveis de vantagem competitiva em cada indústria, de modo que, para os autores, é possível admitir que mais de uma organização consiga criar valor em uma mesma indústria mas em contextos competitivos distintos.

A organização deve, continuamente, manter a sua estratégia de criação de valor com o objetivo de assegurar o crescimento sustentável. A empresa deverá traçar um panorama estratégico, rompendo com a lógica geral da indústria, e assumir os desafios de reconstruir os limites do mercado, com foco na atividade como um todo, para implementação de sua estratégia (KIM E MAUBORGNE, 2004).

A gestão dos resultados da criação do valor superior é tão importante quanto a própria criação do valor (BARNEY, 1991; BRITO E BRITO, 2012). O gerenciamento deste processo deve considerar os interesses dos *stakeholders* primários ao invés de circunscrever exclusivamente a perspectiva do acionista. Em que pese esta consideração, Brito e Brito, 2012, constataram que “estudos sobre a dinâmica competitiva entre empresas tem sido primordialmente focados na análise de variáveis de lucratividade”. Porém nem sempre a capacidade de criação de valor estará manifestada em lucratividade superior (COFF, 1999; CROOK, ET AL, 2008).

Apesar de o lucro ser uma medida de apropriação de valor, ele não é a única medida capaz de mensurar o valor adicionado pela firma (BRITO, 2011), sobretudo porque o processo de criação e apropriação de valor pode não corresponder ao desempenho superior (COFF, 1999). Além disso, a lucratividade acima da média não necessariamente garante o valor superior frente aos demais concorrentes, sobretudo em razão de condições transitórias de mercado (BRITO, 2011). A empresa com vantagem competitiva, representada pelas dimensões criação e apropriação de valor, pode escolher manter a paridade de preços como estratégia de fidelização e favorecimento à expansão no mercado. Nesta hipótese, embora o excedente do cliente não seja apropriado pela empresa na forma de lucro ele é relevante para compreender o desempenho, eis que influencia no crescimento (CROOK, ET AL, 2008).

A criação de valor com baixa lucratividade é também uma estratégia da corporação com o objetivo de não chamar a atenção dos competidores (COFF, 1999). Na busca pela maximização da riqueza dos acionistas, outras medidas podem evidenciar melhor o valor da empresa no tempo (RICHARD, ET AL, 2009). O processo de criação de valor e partilha do valor criado traz efeitos para diferentes dimensões do desempenho

organizacional, seja ele representado pelo desempenho financeiro, desempenho operacional ou pela eficácia organizacional (COMBS, ET AL, 2003). Há diferentes perspectivas da apropriação de valor ao longo da cadeia de negócios da empresa. Retomando a ideia do tópico anterior, a lucratividade não representa a única medida de criação de valor. As métricas para dimensionar o valor criado devem considerar todos aqueles atores relevantes envolvidos na cadeia de valor da empresa (HILLMAN E KEIM, 2001).

A sustentação da vantagem competitiva está relacionada com a capacitação da organização de assegurar, continuamente, a estratégia de criação de valor (PORTER, 1985). Estratégias de fácil replicação fragilizam a posição de vantagem da firma (BARNEY, 1991). A procura por recursos que criem valor de forma sustentável deve focar em recursos heterogêneos, raros e que desfrutem de uma complexidade intrínseca que impeça sua reprodução pelos concorrentes da firma (BARNEY, 1991). A organização deve saber explorar a sua vantagem competitiva, de modo que, seus concorrentes não consigam traduzir o seu diferencial competitivo em estratégias de negócios, o que impede sua replicação.

3.3 As diferentes perspectivas de apropriação do valor.

A empresa é definida como um instrumento de maximização de externalidades. Ela convive com inúmeros *stakeholders* cujos interesses, na maioria das vezes, são distintos ou mesmo contrapostos, o que impõe um significativo desafio de conciliação e, algumas vezes, priorização (HILLMAN E KEIM, 2001).

A distribuição de valor ao longo da cadeia de negócios da empresa envolve a articulação de diferentes interessados. A assimetria de informação e de conhecimento entre os participantes da cadeia de valor influencia na capacidade de cada um de se apropriar do valor criado (COFF, 1999).

3.3.1 A perspectiva do Acionista

A teoria clássica da firma assume que a corporação exerce sua atividade econômica com o objetivo de gerar valor para o acionista. Na perspectiva estritamente financeira, a firma deve gerar lucro para os seus titulares. Esta lógica tem orientado os principais estudos sobre desempenho organizacional (BRANDENBURGER E STUART, 1996). Neste contexto, a maximização do valor está focada na apuração do lucro através da negociação de menores custos e da prática de prêmio de preço (JENSEN, 2001)

O foco da lucratividade é recompensar o acionista pelo investimento inicial na empresa que é mensurado pela análise do desempenho financeiro da firma. Sob a lógica do acionista são as métricas de lucratividade que mensuram a maximização de valor (BRITO, 2011; JENSEN, 2001). As medidas de lucratividade, mais recorrentes nos estudos empíricos, abrangem as métricas de retorno sobre ativos, patrimônio líquido e margem Ebitda – representada pelo potencial fluxo de caixa versus faturamento - (COMBS, ET AL, 2005; BRITO, ET AL, 2009).

Entretanto, segundo Brito (2011) “as empresas podem criar valor sem que isso se reflita diretamente na lucratividade”. A trajetória para a criação de valor conduz a uma pluralidade de resultados para o desempenho organizacional e não exclusivamente à lucratividade superior (COFF, 1999; CROOK, ET AL, 2008). A gestão destes resultados requer uma articulação da empresa com seus atores internos e externos, cujos interesses, inclusive, podem conflitar com o objetivo da simples maximização de lucros (BANERJEE, 2007; BRITO, 2011). A trajetória de expansão de mercado, por exemplo, pode impedir que a empresa se aproprie do prêmio de preço com o objetivo de fidelizar de seus clientes e assegurar a estratégia de expansão. Nesta hipótese, o interesse do acionista estaria sendo preterido, no curto prazo, com vistas a assegurar uma estratégia consistente de crescimento (BRITO, 2011).

Portanto, a análise de desempenho com foco na lucratividade representa uma avaliação parcial do fenômeno da criação de valor. É necessário conjugar a perspectiva do acionista com os interesses de todos os integrantes da cadeia de valor da empresa.

3.3.2 A perspectiva do Cliente

Na lógica da cadeia de valor, a perspectiva do cliente é representada pela diferença entre a sua disposição de pagar e o preço (BRANDENBURGER E STUART, 1996). O resultado positivo desta equação é manifestado quando a disposição de pagar do cliente supera o preço cobrado pela firma. Isto representa a parcela apropriada pelo consumidor na relação (BRITO E BRITO, 2012). O valor adicionado para o cliente é identificado pelo valor criado pela firma menos o valor criado pelos concorrentes (BRANDENBURGER E STUART, 1996).

Embora este excedente seja apropriado pelo cliente ele é relevante para a compreensão do desempenho da firma (BRITO, 2011). O valor não apropriado pela empresa ao longo da sua cadeia de valor, também influencia no seu desempenho (COFF, 1999) já que favorece à diversificação das estratégias de negócio.

A disposição de pagar do cliente representa o valor máximo que o consumidor final estaria disposto a pagar para adquirir determinado bem ou serviço (GHEMAWAT E RIVKIN, 2006).

Conforme destacado anteriormente, a disposição de pagar do cliente é subjetiva e varia tanto em razão da preferência intrínseca de cada cliente como em razão Do ambiente de negócios em que a empresa atua.

É relevante que a firma consiga estabelecer um gerenciamento adequado das expectativas de seus consumidores, tendo em vista que o conhecimento das preferências do cliente influencia na sua disposição de pagar e, como consequência, na apropriação do valor criado (COFF, 1999), o que permite à firma traçar diferentes estratégias de competitividade.

A despeito da maximização de sua lucratividade, a firma poderá adotar uma estratégia de crescimento ao renunciar à apropriação do prêmio de preço que seria suportado pelo cliente, com o objetivo de privilegiar a fidelização de seus consumidores, especialmente se a empresa for uma nova entrante no mercado (PORTER, 1985). Por outro lado, a renúncia ao prêmio de preço pode manifestar uma estratégia de expansão de sua participação no mercado (BRITO E BRITO, 2012). A estratégia de crescimento pode levar, no longo prazo, à obtenção de ganhos de escala e como consequência redução dos custos de produção (BRITO, 2011) o que poderá ensejar um aumento de lucratividade,

embora este não seja o seu efeito imediato. Steffens, Davidsson e Fitzsimmons (2009) advertem que o crescimento e a lucratividade são métricas importantes para avaliar o desempenho da firma, embora nem sempre caminhem na mesma direção.

Portanto, o excedente do cliente, ainda que não apropriado pela empresa, é importante para compreender o seu desempenho na medida em que orienta as decisões estratégicas da firma e sua capacidade de manobra frente aos concorrentes. A empresa que detém vantagem competitiva possui flexibilidade em sua estratégia de negócios e pode combinar diferentes formas de captura de valor o que acarretará distintos resultados no seu desempenho (BRITO, 2011).

3.3.3 A perspectiva do Fornecedor

A cadeia de valor da firma possui em um extremo o cliente final e no outro o fornecedor. A parcela apropriada pelo fornecedor é representada pela diferença entre o custo da firma e o custo de oportunidade dos fornecedores. O custo de oportunidade do fornecedor é materializado pela melhor oportunidade que o fornecedor tem de vender seus bens ou serviços para a firma (GHEMAWAT E RIVKIN, 2006). Gerenciar de forma adequada os relacionamentos com os fornecedores pode reduzir os custos de negociação e, como consequência, influenciar na redução do custo de oportunidade dos fornecedores (BRANDENBURGER E STUART, 1996). A proximidade do relacionamento com os fornecedores favorece à criação de sinergias no negócio da firma. A captura de valor por parte dos fornecedores é determinante para estimulá-los a desenvolver um comportamento mais colaborativo que viabilize a criação de iniciativas conjuntas com o objetivo de reduzir os custos de produção, através de uma gestão adequada da cadeia de suprimentos, ou de ampliar a disposição de pagar do cliente (BRITO, 2011).

O gerenciamento adequado das relações com os fornecedores favorecem a criação e a apropriação de valor pela firma na medida em que contribuem para o seu desempenho operacional (COMBS, ET AL, 2005).

A forma como a empresa amplia o seu desempenho está diretamente relacionada ao valor que ela agrega e distribui ao longo da sua cadeia de negócios (GHEMAWAT E RIVKIN, 2006), de modo que, a firma agrega valor quando sua atuação impacta direta e positivamente na performance de seus fornecedores. A partilha

do valor criado influencia na capacidade de a firma criar valor continuamente, já que o valor que a empresa renunciou apropriar, com o objetivo de partilhar com os demais participantes do ciclo de negócios, pode representar uma potencial geração de valor futura (BRITO, 2011).

Segundo Brito (2011) “a não apropriação de todo o valor vai ao encontro dos interesses de perpetuação do negócio.” O compartilhamento de valor é fundamental para a trajetória consistente de crescimento do negócio. Por esta razão, é relevante compreender a criação e a apropriação de valor por todos os *stakeholders* diretos da firma, conforme será explorado a seguir.

3.3.4 A Perspectiva dos Demais Stakeholders Diretos

A trajetória de criação de valor, detalhada anteriormente, orienta que o gerenciamento adequado das parcerias é determinante para que a empresa crie valor (BRITO, 2011) e a partilha do valor criado longo da cadeia de negócios tem impactos positivos no desempenho da firma (GHEMAWAT E RIVKIN, 2006).

Os *stakeholders*, amplamente considerados, representam a coletividade que é afetada pelos objetivos da empresa (BANERJEE, 2007). Entretanto, é fundamental definir para quem a empresa deve gerar valor, tendo como foco que a firma deve priorizar os *stakeholders* primários, ou seja, aqueles interessados diretamente nas atividades da firma e sem os quais a organização tem a sua atividade comprometida (HILLMAN E KEIM, 2001). O gerenciamento adequado destas relações representa um ativo intangível para a empresa (BARNEY, 1991).

Assim, a organização deve legitimar distintos interesses de grupos/indivíduos que são afetados diretamente por suas atividades (FREEMAN, ET AL, 2004) que não apenas os fornecedores e o cliente final. Esta concepção mais ampla reconhece que a atividade empresarial deve conciliar o objetivo da lucratividade com a necessidade de assegurar o bem-estar de seus *stakeholders* primários, dentre os quais se incluem a comunidade e o governo, que através das políticas regulatórias e de incentivos proveem a infraestrutura básica para o negócio da empresa (HILLMAN E KEIM, 2001).

3.4 Dimensões do Desempenho Organizacional, Geração e Apropriação de Valor

O conceito de desempenho organizacional é tema central de pesquisa em estratégia. Porém a literatura acadêmica tem se detido a analisá-lo de forma parcial, privilegiando exclusivamente as métricas de lucratividade como fontes de desempenho superior (COFF, 1999; CROOK, 2008; RICHARD, ET AL, 2009). Analisar o desempenho das empresas a partir de medidas de lucratividade traz uma simplificação da dimensão do desempenho organizacional (RICHARD, ET AL, 2009).

Como premissa inicial de análise, é importante esclarecer a distinção entre desempenho e eficácia organizacional. A eficácia organizacional se insere em uma dimensão mais ampla do que o desempenho e abraça objetivos sociais associando-os à estratégia do negócio (VENKATRAMAN E RAMANUJAM, 1986). A eficácia organizacional pode ser traduzida na responsabilidade social da empresa. As empresas devem ser sensíveis aos danos decorrentes de suas atividades e deste modo, as corporações devem estar comprometidas com a responsabilidade social (BANERJEE, 2007). Neste contexto o conceito de *stakeholder* assume uma extensão mais ampla e é representado por toda coletividade que afeta ou é afetada pelos objetivos da empresa.

A dimensão do desempenho organizacional pode ser analisada a partir de várias óticas (COMBS, CROOK E SHOOK, 2005) e representa um subgrupo daquilo que configura a eficácia organizacional (BRITO, 2011).

A proposta de revisão de amplos estudos empíricos levou Combs, Crook e Shook (2005) a concluírem que o desempenho organizacional é composto por três dimensões, quais sejam, a dimensão da lucratividade, a dimensão do crescimento e a dimensão do valor de mercado. Portanto, crescimento e lucratividade são dimensões separadas do desempenho financeiro (BRITO, BRITO E MORGANTI, 2009). Há justificativas conceituais para tal segregação. O lucro apropriado pela empresa em virtude do prêmio pago pelo consumidor final representa uma métrica de lucratividade (PETERAF E BARNEY, 2003). Por outro lado, a firma pode renunciar ao prêmio de preço com o objetivo de impulsionar o seu crescimento (JENSEN, 2001).

Uma avaliação mais abrangente dos efeitos da criação e da apropriação do valor nas atividades da firma requer a conjugação das dimensões da lucratividade e do desempenho (BRITO, 2011; BRITO, BRITO E MORGANTI, 2009). Porém, não há uma relação necessária entre desempenho e valor, já que é possível verificar

desempenho superior sem que ele seja decorrente da criação de valor, mas apenas de uma situação circunstancial do contexto competitivo (COFF, 1999; BRITO, 2011).

Assim, a criação de valor nem sempre se manifesta em lucratividade superior, podendo se manifestar, exclusivamente, na dimensão do crescimento ou até mesmo não influenciar no desempenho organizacional (CROOK, ET AL, 2008). A estratégia de criação de valor adotada pela firma pode influenciar, de diferentes formas, o desempenho organizacional e trazer distintos resultados para a empresa (BRITO, 2011).

3.5 Mensuração do desempenho

A literatura acadêmica reconhece que as características idiossincráticas da firma são determinantes para explicar o seu desempenho e por esta razão representam uma fonte de criação de valor (BARNEY, 1991) o que é corroborado, inclusive, pela realidade brasileira (BRITO E VASCONCELOS, 2009).

A maioria dos estudos empíricos sobre a temática do desempenho se utilizam de indicadores de lucratividade para analisar a performance da firma, sendo as métricas de crescimento raramente utilizadas, o que representa uma limitação do referencial teórico em estratégia (BRITO E VASCONCELOS, 2009; BRITO, 2011). A pesquisa de Brito e Vasconcelos (2011), desenvolvida com base na realidade das empresas brasileiras, concluiu que o crescimento está fortemente relacionado com as características idiossincráticas da firma, e deve ser analisado como um resultado complementar da lucratividade.

Portanto, a análise de desempenho sob a lógica da criação e apropriação de valor deve considerar indicadores de lucratividade e de crescimento com o objetivo de evitar uma visão parcial do constructo. Enquanto a lucratividade pode ser mensurada a partir dos indicadores de retorno sobre ativos totais, margem de Ebitda, retorno sobre o patrimônio líquido e margem líquida o crescimento pode ser avaliado a partir da variação percentual da receita líquida, pelo número de ativos totais, pelo número de empregados e pela evolução real da receita (BRITO, BRITO E MORGANTI, 2009; MALIK E VELOSO, 2010; EID JR. E RIBEIRO, 2003). Sob a ótica da presente pesquisa, o número de empregados é considerado um indicador particularmente

relevante tendo em vista que a geração de empregos é uma externalidade positiva esperada pelo BNDES.

A proposta do presente trabalho tem por objetivo analisar se os empréstimos do BNDES criam valor e, em caso positivo, de que forma este valor é apropriado. Dada as particularidades que circunscrevem a natureza do BNDES e com o objetivo de afastar uma visão parcial do fenômeno (BRITO, 2011) a pesquisa conjugará métricas de lucratividade e de crescimento para analisar o desempenho das empresas financiadas.

3.6 Apropriação do valor gerado pelos financiamentos do BNDES

No contexto brasileiro marcado por restrições de crédito para projetos de longa maturação, o BNDES tem desempenhado um importante papel no financiamento de longo prazo de investimentos produtivos no país. O mercado financeiro estritamente privado é incompleto e não alcança segmentos importantes especialmente relacionados aos investimentos nas pequenas e médias empresas que representam importantes fontes de emprego (BRUCK, 1998; HERMANN, 2010). A expressividade de sua atuação e a relevância de seus desembolsos (BNDES, 2012) ratificam a importância dos financiamentos do BNDES para a economia doméstica.

Os empréstimos do Banco devem contribuir para a promoção da competitividade das empresas e o incremento das metas sociais, de modo que o valor gerado por seus financiamentos deve ser apropriado pela sociedade e não apenas pelas empresas apoiadas. (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; BARBOSA E NARDIN, 1999; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

As priorizações do BNDES incorporam finalidades econômicas e sociais, na medida em que a concessão do crédito às empresas deve estar orientada para a promoção do desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais (BNDES, 2012).

Todavia, eventualmente os efeitos do financiamento do BNDES podem se distanciar da finalidade esperada pela instituição, desvirtuando a existência de uma relação positiva entre o financiamento do BNDES e os indicadores de crescimento e comprovando um incremento das métricas de lucratividade das empresas apoiadas.

Neste caso, a atuação do BNDES estaria contribuindo, exclusivamente, para incrementar o retorno do capital investido pelos empresários a despeito da promoção das métricas de crescimento que espelham as preocupações sociais.

Como visto anteriormente, lucratividade e crescimento são dimensões distintas do desempenho da firma (COMBS, ET AL, 2005). A maximização do valor focada na lucratividade visa recompensar o acionista pelo investimento inicial na firma (JENSEN, 2011). Todavia, uma gestão eficiente do relacionamento da empresa com o BNDES visa conjugar a prioridade da lucratividade com as métricas de crescimento capazes de assegurar o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira (HILLMAN E KEIM, 2001; BNDES, 2012).

Como instituição o BNDES cria valor ao viabilizar projetos pouco atrativos para as instituições financeiras privadas seja em razão do risco associado ao projeto seja em razão do porte da empresa beneficiária. Por sua vez, a apropriação de valor da atividade financeira do BNDES é refletida nas perspectivas econômicas e sociais a partir da geração de empregos, do aumento da competitividade das empresas com o consequente fortalecimento da economia doméstica.

A apropriação do valor criado pelas atividades do Banco pode ser mensurada pela avaliação do desempenho organizacional das empresas financiadas e está positivamente relacionada com os indicadores de crescimento dessas empresas.

O BNDES atua simultaneamente como provedor do crédito e promotor do desenvolvimento, diferenciando-se das instituições privadas por não perseguir primordialmente o lucro (HERMANN, 2010). O crescimento e lucratividade são dimensões separadas do desempenho financeiro (BRITO, BRITO E MORGANTI, 2009), porém as empresas financiadas pelo BNDES devem perseguir a conjugação destas duas vertentes de modo a congregarem as ambições de seus titulares e as prioridades do Banco assim considerado com um *stakeholder* relevante.

A relevância do papel do BNDES, no contexto brasileiro, tem assumido dimensões mais significativas nos últimos anos marcados pela contração do crédito no mercado (BNDES, 2012; OTAVIANO E SOUSA, 2008; SOUSA, 2010). O Banco, em um movimento contra cíclico, apoiou iniciativas relevantes lideradas inclusive por pequenas e médias empresas cujos projetos não despertavam o interesse das instituições financeiras privadas (BNDES, 2012).

Portanto, o Banco é considerado parte interessada envolvida no cenário de concessão do crédito. A lógica da teoria dos *stakeholder* orienta que as empresas devem desenvolver estratégias baseadas no equilíbrio de interesses entre as partes envolvidas em suas atividades o que inclui necessariamente, no contexto do mercado de crédito no Brasil, o BNDES (GHEMAWAT E RIVKIN, 2006; BRITO, 2011).

Sob a ótica do valor é esperado que o apoio financeiro do BNDES esteja positivamente relacionado com os indicadores de crescimento.

O número de empregados, identificado como um relevante indicador de crescimento na pesquisa, é uma questão sensível ao Banco abraçada por sua missão institucional. É esperado que os projetos apoiados pelo BNDES incrementem o número de empregos das firmas. Esta preocupação é refletida nos instrumentos que formalizam a contratação do financiamento e controlada ao longo do acompanhamento do projeto. Porém, em determinados setores da economia, como por exemplo no setor de tecnologia da informação, a redução do número de empregados é uma externalidade que pode ocorrer com a implementação de determinado projeto. Ordinariamente, os contratos celebrados com o BNDES contém cláusulas que procuram mitigar este efeito do financiamento².

Outro indicador relevante para a análise de crescimento das empresas apoiadas é refletido pelo ativo total. O número de ativos totais reflete os recursos controlados por uma empresa em relação aos quais é esperado fluxos de benefícios econômicos futuros (SZUSTER, et al, 2011). O incremento deste indicador reflete a geração de caixa da empresa, fruto de sua atividade operacional, e/ou reflete a redução da saída de caixa da empresa (SZUSTER, et al, 2011).

O crescimento das empresas apoiadas assume relação positiva com os efeitos esperados pelos financiamentos do BNDES. A existência de correlação entre financiamento e crescimento confirmará a orientação da política industrial do Banco justificando seu papel institucional de banco de fomento.

O tópico a seguir apresenta brevemente os estudos anteriores sobre o efeito do BNDES nas empresas.

² Os contratos formalizados com o BNDES, usualmente, estabelecem que na hipótese de redução do número de empregos, decorrente da implementação do projeto apoiado, a beneficiária dos recursos deverá oferecer programa de treinamento e qualificação para os trabalhadores dispensados.

3.7 Estudos anteriores sobre o efeito do BNDES nas empresas

A atuação do BNDES, sobretudo em função de sua representatividade (SOUSA, 2010), já foi objeto de pesquisa de diversos estudos empíricos. Especificamente em relação ao desempenho das empresas financiadas pelo Banco, os estudos procuram conjugar a análise de indicadores de produtividade e crescimento (SOUSA, 2010; COELHO E DE NIGRI, 2010; OTTAVIANO E SOUSA, 2008). Porém, a produtividade foi a variável mais investigada pelos estudos empíricos (SOUSA, 2010).

O foco das pesquisas direcionadas para os indicadores de produtividade é justificável, já que o incremento de tais indicadores fortalece a competitividade das empresas e contribui para o desenvolvimento da economia (SOUSA, 2010).

A análise de Ottaviano e Souza (2008) teve por objetivo avaliar como as diferentes modalidades de financiamento do BNDES podem afetar a produtividade das empresas apoiadas. O estudo utilizou a produtividade no trabalho como variável para análise de desempenho das empresas.

A metodologia aplicada utilizou-se da aplicação de técnicas econométricas quase experimentais. Isto porque os recursos do BNDES não são alocados de forma aleatória, ou seja, as empresas apoiadas direta ou indiretamente pela instituição são submetidas a uma análise prévia antes da aprovação do financiamento. Com o objetivo de controlar o viés de seleção os autores aplicaram a técnica de pareamento conhecida como *Propensity Score Matching (PSM)*. Esta técnica permite o pareamento dos indivíduos pertencentes ao grupo de tratamento com os indivíduos pertencentes ao grupo de controle de acordo com suas características observáveis.

Os resultados da pesquisa demonstraram que de fato as empresas apoiadas revelam um melhor desempenho em relação às empresas não beneficiárias. Porém, as diferentes linhas de financiamento impactam de forma distinta no desempenho das empresas apoiadas. A pesquisa indicou que o BNDES Automático, modalidade de financiamento que fornece apoio indireto através de Agente Financeiro para projetos de até dez milhões de reais, está negativamente relacionado com os indicadores de produtividade. Por outro lado, as empresas apoiadas no âmbito do FINEM, apoio direto, apresentaram impacto positivo nos indicadores de produtividade das empresas beneficiadas.

O estudo de Coelho e DeNigri (2010) teve como objetivo avaliar o desempenho das empresas financiadas a partir da conjugação de quatro indicadores, quais sejam: produtividade total dos fatores, produtividade do trabalho, receita líquida de vendas e número de empregados.

O presente trabalho realizou uma análise quantitativa a partir da aplicação da regressão quantílica através do qual “é possível observar o efeito dos financiamentos de forma diferenciada entre diferentes quantis da distribuição de produtividade das empresas” (Sousa, 2010). Os resultados empíricos confirmaram as conclusões do estudo de Ottaviano e Souza (2008) reafirmando que as diferentes linhas de financiamento do BNDES afetam, em média, positivamente as taxas de crescimento e de produtividade. Além disso, a pesquisa concluiu que as firmas mais beneficiadas pelo apoio do BNDES são aquelas que apresentam taxas de crescimento de produtividade total dos fatores abaixo da média.

A pesquisa de Sousa (2010) teve como objetivo sistematizar os principais resultados obtidos pelos estudos sobre avaliação de impacto dos financiamentos do BNDES. Em suas considerações finais, o estudo conclui que de fato o BNDES afeta o desempenho das empresas apoiadas de distintas maneiras influenciando positiva ou negativamente em diversos tipos de variáveis de desempenho. Segundo Sousa (2010) o financiamento do BNDES está positivamente associado à geração de empregos, à capacitação das empresas de se tornarem exportadoras, ao incremento das receitas e à produtividade do trabalho.

A conjugação dos estudos anteriormente descritos corrobora no sentido de reconhecer os impactos positivos dos financiamentos do BNDES nos indicadores de produtividade e crescimento.

Porém, até o presente momento não há evidências empíricas que analisassem os efeitos dos financiamentos do BNDES testando os indicadores de lucratividade e de crescimento de forma conjugada. Neste particular, o presente trabalho diferencia-se dos demais e tem como objetivo avaliar o desempenho das empresas financiadas pelo BNDES para compreender o efeito do financiamento para a empresa e para a sociedade a partir da análise de indicadores de lucratividade e de crescimento. Compreender os efeitos do financiamento do BNDES é determinante para avaliar a política de investimentos do Banco.

4. METODOLOGIA

A abordagem de pesquisa desenvolvida até o presente momento procurou contextualizar e articular os conceitos de banco de desenvolvimento e criação/apropriação de valor. A proposta do presente estudo é avaliar os efeitos dos financiamentos do BNDES nos indicadores de lucratividade e de crescimento de forma articulada, com a finalidade de compreender como e para quem o BNDES gera valor.

A metodologia de pesquisa tem por objetivo testar os indicadores de desempenho, mais propriamente, os indicadores de crescimento e lucratividade, a partir das demonstrações financeiras das empresas apoiadas pelo BNDES.

4.1 Dados e Amostra

O objetivo da pesquisa é analisar os efeitos do financiamento do BNDES, assim entendido como a operação financeira em que o Banco fornece apoio por meio de recursos para empresa industrial independentemente da linha utilizada. O financiamento pode ser operacionalizado de forma direta – operação direta – de forma indireta – operação indireta – ou mista – combinação da operação direta e indireta. Vale registrar que o termo financiamento do BNDES, para efeito desta pesquisa, não abrange o BNDES Automático.

Portanto, a análise dos dados e seleção da amostra procurou compreender o comportamento das empresas financiadas antes e depois de inaugurar o relacionamento com o BNDES.

Para os fins da pesquisa, não houve distinção entre as linhas de financiamento utilizadas, de modo que, foram consideradas todas as modalidades de financiamento do BNDES aderentes às empresas industriais, assim consideradas como a unidade jurídica que desenvolve atividade de transformação, que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do produto ou o aperfeiçoe para consumo (artigo 4 do Decreto n. 7.210 de 16.06.10).

A base de dados utilizada no estudo conjuga as informações obtidas do cadastro de empresas financiadas pelo BNDES e a Pesquisa Industrial Anual (PIA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ao construir o conjunto de dados

obtidos a partir do cadastro de empresas financiadas pelo BNDES foi assegurado o sigilo das informações a fim de impedir que as mesmas pudessem ser relacionadas a empresas específicas.

Com o objetivo de tornar factível o estudo da amostra objeto da pesquisa foi necessário estabelecer um período de análise do comportamento das empresas o que justificou a restrição do período de tempo em que foi observado o desempenho da empresa. A amostra considerou as empresas que iniciaram o seu primeiro relacionamento com o BNDES a partir de 2001.

A base de dados obtida a partir do cadastro do BNDES reuniu informações de 330 empresas industriais que inauguraram o relacionamento com o BNDES a partir de 2001, mediante a contratação de financiamento em quaisquer das modalidades de apoio utilizadas pelo BNDES. Portanto, a base de dados não fez distinção entre as linhas de financiamento e nem diferenciou as modalidades de apoio, ou seja, considerou as operações direta, indireta e mista. As operações automáticas, entretanto, não foram consideradas nesta base de dados inicial.

A base de dados preliminar, como já citado anteriormente, foi obtida a partir do cadastro de empresas financiadas pelo BNDES, sendo selecionadas as empresas que inauguraram o relacionamento com a Área Industrial do BNDES a partir de 2001, isto é, contrataram a primeira operação de financiamento a partir de 01/01/2001. Atendido este critério, a relação dos dados não fez distinção entre as linhas de financiamento praticadas pelo Banco e tampouco excluiu as empresas que possuem mais de uma operação contratada com o BNDES. Registre-se novamente que a base de dados preliminar considerou as operações financeiras em que o Banco fornece apoio por meio de recursos para empresa industrial independentemente da linha utilizada sob a modalidade de apoio³ direta, indireta ou mista. A base de dados preliminar não considerou o BNDES Automático.

3 Operação Direta: o financiamento é realizado diretamente com o BNDES, com quem a empresa industrial apoiada firma o contrato de financiamento.

Operação Indireta Não Automática: o financiamento é realizado por meio de instituição financeira credenciada junto ao BNDES, com quem a empresa industrial apoiada firma o contrato de financiamento.

Operação Indireta Automática: o financiamento é realizado por meio de instituição financeira credenciada junto ao BNDES, com quem a empresa industrial apoiada firma contrato de financiamento, cujo valor do apoio seja inferior ou igual a R\$ 20 milhões.

Operação Mista: o financiamento combina a forma direta com a forma indireta não automática.

A relação final considerou o setor de atividade das empresas, o valor dos financiamentos e a natureza do financiamento, isto é, apoio direto, indireto ou misto. A base de dados da pesquisa também identificou as empresas que contaram com o apoio do BNDES para investimentos em inovação⁴, ou seja, dentre as empresas industriais que receberam o apoio do BNDES foram identificadas quais delas contaram com recursos destinados à inovação.

Esta base de dados preliminar foi conjugada com os dados obtidos pela Pesquisa Industrial Anual (PIA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) que identificaram as informações financeiras das empresas apoiadas. A PIA é uma pesquisa anual do IBGE com empresas que operam no território nacional. Os microdados da PIA estão disponíveis para uso apenas em uma sala de sigilo no IBGE. O pesquisador deve solicitar o acesso por meio de um projeto e, após a sua aprovação, todas as análises devem ser realizadas na sala de sigilo. Os resultados das análises, após liberação pelo IBGE, são disponibilizados ao pesquisador. Os dados de financiamentos por meio do BNDES Automático estão disponíveis no IBGE, também acessíveis na sala de sigilo.

4.2 Operacionalização das variáveis dependente e independente

4.2.1 Desempenho

Duas dimensões de desempenho, rentabilidade e crescimento foram analisadas neste estudo. A rentabilidade foi operacionalizada como **ROA** - Retorno sobre os Ativos (Return on Assets). O crescimento foi mensurado em termos de emprego (**Cresc_emp**) e receita total (**Cresc_rec**). Em ambos os casos foi utilizada a diferença entre o logaritmo natural das receitas de um ano em relação ao ano anterior. Esta diferença de logaritmos representa a taxa de crescimento anual.

Brito e Brito (2012) adotam uma abordagem distinta para modelar o crescimento, utilizando o logaritmo das receitas totais como variável dependente e modelando o crescimento como o coeficiente angular do tempo em um modelo multinível. Neste trabalho optou-se por calcular a taxa de crescimento ano a ano porque o interesse central não se dá sobre a taxa de crescimento média no período mas na sua

⁴ De um modo geral, são considerados investimentos em inovação aqueles destinados ao apoio de pesquisa e desenvolvimento.

mudança após o financiamento do BNDES. Para este fim, o uso da taxa de crescimento anual é mais adequado.

4.2.2 Financiamento do BNDES

Para capturar o efeito do financiamento do BNDES foi criada uma variável dummy (**Fin_BNDES_ano**) que toma valor zero até o ano do financiamento e valor 1 para os anos posteriores. Esta variável tenta captar efeitos duradouros do financiamento sobre o desempenho das empresas, reconhecendo que seus resultados não são necessariamente observáveis imediatamente, mas que pode haver uma defasagem temporal entre os investimentos e mudança na performance.

Por outro lado, as firmas que receberam financiamentos do BNDES podem ser diferentes das demais, antes mesmo de receber o financiamento. A concessão do financiamento não é um processo aleatório, mas está correlacionado com características das firmas que as tornam elegíveis. Por outro lado, a decisão de solicitar o referido empréstimo é da própria empresa. Assim, é necessário controlar as diferenças entre as empresas antes de tomar o financiamento. Isto é feito com a variável **Fin_BNDES** que assume, durante todo o período de análise, o valor 1 para empresas que receberam o financiamento do BNDES e 0 para aquelas que não o receberam. Este é um tratamento simples, mas alternativas mais adequadas e sofisticadas como modelos que lidam com endogeneidade ou modelos de pareamento seriam recomendáveis. Esta é, portanto, uma das limitações do presente trabalho.

Finalmente, o BNDES pode operacionalizar as linhas de financiamento de forma direta, indireta, mista. A modalidade indireta pode ocorrer de forma automática ou não automática. A modalidade automática não foi considerada na base de dados preliminar da pesquisa, porém seu efeito também deve ser controlado. A variável **BNDES_autom** toma valor 1 no ano em que a firma recebeu o financiamento e valor 0 nos demais anos.

3.2.2 Variáveis de controle

Seguindo outros estudos anteriores de avaliação dos efeitos do financiamento do BNDES, incluíram-se, como variáveis de controle os ativos totais, o custo financeiro sobre a receita total, o salário médio industrial, a região do país e o ano. Estas variáveis são descritas na Tabela 1.

Tabela 1 – Definição operacional das variáveis

Nome da variável	Definição	Fórmula	Fonte
Variável dependente			
ROA _{ijk}	Return on Assets	Resultado do período*100/Ativos	PIA-IBGE
Cresc_emi _{ijk}	Crescimento do emprego total	$\ln(\text{emprego total}_i) - \ln(\text{emprego total}_{i-1})$	PIA-IBGE
Cresc_rec _{ijk}	Crescimento das receitas totais	$\ln(\text{receita total}_i) - \ln(\text{receita total}_{i-1})$	PIA-IBGE
Variável independente			
<u>Fin_BNDES_ano</u> _{ijk}	Indicador do período posterior ao recebimento de financiamento do BNDES (não considera BNDES automático) pela empresa	Variável dummy que toma valor 0 antes do recebimento do financiamento e 1 a partir do ano seguinte	BNDES
Variáveis de controle que variam ao longo do tempo			
BNDES_autom _{ijk}	Indicador do período de recebimento de BNDES automático pela empresa	Variável dummy que toma valor 1 no ano do recebimento do financiamento e 0 nos demais	BNDES
Ativo _{ijk}	Logaritmo natural dos ativos totais da empresa	$\ln(\text{ativo total})$	PIA- IBGE
Custo_fin _{ijk}	Custo financeiro sobre receita total	Custo financeiro / receita total	PIA- IBGE
Sal_médio _{ijk}	Logaritmos do Salário médio do pessoal empregado na produção industrial	$\ln(\text{salário médio})$	PIA- IBGE
Ano_2002 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2002	Variável dummy que toma valor 1 em 2002 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2003 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2003	Variável dummy que toma valor 1 em 2003 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2004 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2004	Variável dummy que toma valor 1 em 2004 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2005 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2005	Variável dummy que toma valor 1 em 2005 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2006 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2006	Variável dummy que toma valor 1 em 2006 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2007 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2007	Variável dummy que toma valor 1 em 2007 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2008 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2008	Variável dummy que toma valor 1 em 2008 e 0 nos demais	PIA- IBGE
Ano_2009 _{ijk}	Indicador de observação no ano 2009	Variável dummy que toma valor 1 em 2009 e 0 nos demais	PIA- IBGE

Nome da variável	Definição	Fórmula	Fonte
Variáveis de controle que variam entre empresas			
Fin_BNDES _{jk}	Indicador de empresa que recebeu financiamento do BNDES (não considera BNDES automático)	Variável dummy que toma valor 1 para empresas que receberam financiamento do BNDES no período analisado e 0 para as demais.	BNDES
Norte _{jk}	Indicador de empresa da região Norte	Variável dummy que toma valor 1 para da região Norte e 0 para as demais	
Nordeste _{jk}	Indicador de empresa da região Nordeste	Variável dummy que toma valor 1 para da região Nordeste e 0 para as demais	
Sudeste _{jk}	Indicador de empresa da região Sudeste	Variável dummy que toma valor 1 para da região Sudeste e 0 para as demais	

Fonte: elaboração da autora

4.3 Modelo proposto

Utiliza-se neste estudo um modelo multinível (RAUDENBUSH; BRYK, 2002), que tem sido recentemente utilizado para analisar o desempenho de empresas (MISANGYI et al, 2006, SHORT et al., 2007, BRITO; BRITO, 2012). Estes modelos são adequados quando os dados apresentam uma estrutura hierárquica e a premissa de independência é violada.

Neste trabalho, são observadas medidas repetidas anuais de desempenho, que estão aninhadas em firmas, por sua vez aninhadas em indústrias. O modelo analisado considerará então três níveis, ano (i), firma (j) e indústria (k), como formalizado abaixo:

Nível 1

$$\begin{aligned}
Desempenho_{ijk} = & \pi_{0jk} + \pi_1 Fin_BNDES_ano_{ijk} + \pi_2 BNDES_Autom_{ijk} + \\
& + \pi_3 Ativo_{ijk} + \pi_4 custo_fin_{ijk} + \pi_5 sal_medio_{ijk} + \\
& + \pi_6 Ano_2002_{ijk} + \pi_7 Ano_2003_{ijk} + \pi_8 Ano_2004_{ijk} + \\
& + \pi_9 Ano_2005_{ijk} + \pi_{10} Ano_2006_{ijk} + \pi_{11} Ano_2007_{ijk} + \\
& + \pi_{12} Ano_2008_{ijk} + \pi_{13} Ano_2009_{ijk} + e_{ijk} \quad e_{ijk} \sim N(0, \sigma_e^2)
\end{aligned}$$

em que

π_{0jk} é o intercepto esperado do desempenho da firma no período de análise

e_{ijk} é o desvio do desempenho observado da empresa j no ano i , em relação ao seu desempenho esperado

π_1 representa a diferença de desempenho a partir do financiamento do BNDES, ponto central de interesse deste estudo, já que a variável toma valor 1 a partir do ano seguinte do financiamento e valor 0 nos anos anteriores.

Nível 2

$$\pi_{0jk} = \beta_{00k} + \beta_{01} Fin_BNDES_{0jk} + \beta_{02} Norte_{0jk} + \beta_{02} Nordeste_{0jk} + \beta_{02} Sudeste_{0jk} + r_{0jk} \quad r_{0jk} \sim N(0, \sigma_r^2)$$

em que

β_{00k} é o intercepto esperado do desempenho das firmas da indústria k

β_{01} é o a diferença entre o desempenho esperado de firmas que receberam o financiamento do BNDES e aquelas que não receberam o financiamento, no período anterior ao financiamento concedido às primeiras. Se este coeficiente for significativo, pode sugerir a existência de um mecanismo de seleção prévio à concessão do financiamento.

r_{0jk} é o desvio do desempenho da firma j em relação ao esperado para as firmas da indústria k

Nível 3

$$\beta_{00k} = \gamma_{000} + u_{00k} \quad u_{00k} \sim N(0, \sigma_u^2)$$

em que

γ_{000} é a média do desempenho esperado das indústrias (*grand mean*)

u_{00k} é o desvio do desempenho esperado da indústria k em relação à *grand mean*.

5. RESULTADOS

As bases de dados de financiamentos do BNDES e a PIA foram fundidas utilizando-se o CNPJ e ano como chave primária. Foram excluídas empresas com valores faltantes nas variáveis de interesse, empresas que estiveram presentes na base da PIA por menos de 4 dos 10 anos analisados e com observações aberrantes em termos de desempenho e crescimento. Foram excluídos, também, os financiamentos concedidos a empresas não-industriais – prestadores de serviços, associações, etc. Foram excluídos, também, os CNAEs industriais de dois dígitos em que não houve nenhum financiamento do BNDES.

Ao calcular a taxa de crescimento como a diferença de um ano em relação ao ano anterior, perde-se um ano de observações. Por esta razão, utilizaram-se dados entre 2002 e 2010 e não entre 2001 e 2010. A base de dados final, utilizada para análise, incluiu 136.694 observações anuais, de 15 diferentes CNAEs de 2 dígitos, distribuídas de acordo com a Tabela 2. No total, foram analisados 101 financiamentos do BNDES e 4.018 do BNDES automático.

Tabela 2 – Distribuição das Empresas por Ano

Ano	Empresas que receberam financiamento no Ano	Grupo de Controle
2002	6	11965
2003	1	13662
2004	6	14805
2005	24	15851
2006	15	16660
2007	15	17204
2008	17	16316
2009	8	15481
2010	9	14649

Fonte: elaborado pela autora a partir de dados do BNDES e PIA-IBGE

Foram estimados três modelos multinível para análise do efeito do financiamento do BNDES sobre o desempenho, um para cada medida de desempenho, a saber, crescimento de receitas, crescimento de emprego e ROA (Tabela 3).

Tabela 3 – Resultados da estimação dos modelos multinível

	Cresc_rec	Cresc_emp	ROA
Nível 1			
<u>Fin_BNDES_ano</u>	-0.044	-0.033	-2.988
BNDES_autom	0.022***	0.027***	-0.016
Ativo	0.010***	0.025***	1.365***
Custo_fin	-0.0074***	-0.0042***	-1.109***
Sal_médio	-0.0012	-0.073***	-2.248***
Ano_2002	0.004	-0.032***	-1.809***
Ano_2003	0.034***	-0.032	-0.983**
Ano_2004	0.050***	0.019***	0.666
Ano_2005	-0.042***	-0.033***	0.612
Ano_2006	-0.063***	-0.0256***	0.257***
Ano_2007	-0.0216***	-0.0033***	0.135
Ano_2008	-0.0199***	-0.0376***	-0.551
Ano_2009	-0.166***	-0.061***	-1.51***
Nível 2			
Fin_BNDES	0.0531***	0.0418***	1.370
Norte	-0.00287	-0.00116	2.996*
Nordeste	-0.00119	-0.0244***	-0.554
Sudeste	-0.00316	0.00600**	-1.118**
Nível 3			
Intercepto	0.016	0.356	10.47

Fonte: elaborado pela autora a partir de dados do BNDES e PIA-IBGE

A variável Fin_BNDES_ano, que captura o efeito do financiamento realizado pelo BNDES não apresentou coeficientes significantes para nenhuma das três medidas de desempenho consideradas. Isto implica que não há evidências de que, a partir do ano seguinte ao financiamento, tenham ocorrido mudanças nas taxas de crescimento ou rentabilidade das empresas.

No entanto, a variável Fin_BNDES, que indica empresas que receberam o financiamento, tem efeito significativo e positivo para os dois indicadores de crescimento. Além de significativo, o efeito é substantivamente significativo de, aproximadamente, 5% ao ano para crescimento de receitas e 4% ao ano para crescimento de vendas. Isto indica que estas empresas já apresentavam uma taxa de crescimento maior que as demais, antes de receberem o financiamento do BNDES. Esta taxa superior, no entanto, não foi alterada pelo financiamento. No que se refere à

rentabilidade, as empresas beneficiadas pelo financiamento do BNDES não eram, em média, diferentes das demais antes da concessão do empréstimo.

Quanto ao BNDES automático, houve um efeito positivo e significativo em termos de crescimento de receita e de empregos no ano em que este foi concedido. A alteração no ROA, no entanto, não foi significativa.

O tamanho teve um efeito positivo sobre os três indicadores de desempenho, ou seja, empresas de maior porte cresceram mais rapidamente e tiveram maior ROA no período analisado. O custo financeiro teve um efeito negativo sobre os três indicadores de desempenho e o salário médio da produção industrial teve efeitos negativos sobre crescimento de emprego e ROA.

Quanto ao efeito macroeconômico capturado pelas variáveis dummy que representam os diferentes anos, percebe-se uma queda intensa em todos os indicadores em 2009, ano em que a economia brasileira sofria uma recessão.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O escopo da presente pesquisa procurou articular os conceitos de estratégia e políticas públicas com o objetivo de instruir a análise do papel do BNDES na realidade brasileira.

Contextualizar a evolução do papel dos bancos de desenvolvimento consistiu no objetivo inaugural da pesquisa. Os bancos de desenvolvimentos foram instituídos no contexto de reconstrução das economias abaladas pelo pós-guerra e sobreviveram aos desafios impostos pelas reformas liberais, ratificando o seu importante papel na realidade moderna. Os bancos de desenvolvimento são vocacionados para perseguir a democratização do crédito mitigando a lógica da lucratividade com a necessidade de promoção dos objetivos sociais (BRUCK, 1998; BRUCK, 2009; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

O resgate teórico do conceito de banco de desenvolvimento foi determinante para atender ao segundo objetivo do trabalho que consistiu na compreensão do BNDES no contexto brasileiro marcado por restrições de acesso ao crédito para projetos de longo prazo. O Banco procura corrigir esta falha de mercado da economia brasileira, ao fornecer empréstimos de longo prazo com o objetivo de aumentar a competitividade do país sem negligenciar as necessidades sociais (BARBOSA E NARDIN, 1999; HERMANN, 2010; CULPEPER, 2012).

A origem e a representatividade dos desembolsos do BNDES nos últimos anos ratificam a importância da instituição no contexto brasileiro e justificam a preocupação com a alocação de seus recursos. Os efeitos dos financiamentos do BNDES devem promover a conciliação dos objetivos privados com as prioridades públicas perseguidas pela instituição. Esta análise se desenvolve a partir do conceito de criação de valor e apropriação do valor criado que consistem no terceiro objetivo desta pesquisa.

Espera-se que a criação de valor pelo BNDES esteja representada quando a instituição promove a democratização do acesso ao crédito ao apoiar projetos que não despertam a atratividade das instituições financeiras privadas. Porém, não basta criar valor. Este valor deve ser apropriado por todos os *stakeholder* relevantes na atividade da firma, o que inclui o BNDES no contexto das empresas financiadas.

A apropriação de valor dos financiamentos do BNDES é refletida nas perspectivas econômicas e sociais a partir da geração de empregos e do aumento da competitividade das empresas com o consequente fortalecimento da economia doméstica. Em que pese o crescimento e lucratividade serem dimensões separadas do desempenho financeiro (BRITO, BRITO E MORGANTI, 2009), as empresas financiadas pelo BNDES devem perseguir a conjugação destas duas vertentes de modo a congrega as ambições de seus acionistas e as prioridades do Banco, assim considerado com um *stakeholder* relevante.

O quarto objetivo da pesquisa consistiu em avaliar os efeitos dos empréstimos do BNDES sob a lógica da criação e apropriação de valor através das métricas de lucratividade e de crescimento das empresas financiadas. A análise de desempenho das empresas financiadas permitiu concluir que as métricas de desempenho não sofreram alterações significativas a partir do financiamento do BNDES. Tanto os indicadores de crescimento como os indicadores de rentabilidade já apresentavam efeito significativo e positivo antes do financiamento, de modo que, não há evidências de que, após o apoio do BNDES, tenham ocorrido mudanças nas taxas de crescimento e de rentabilidade das empresas.

Por outro lado, em relação às empresas apoiadas no âmbito do BNDES Automático, houve um efeito positivo e significativo em termos de crescimento de receita e de empregos no ano em que este foi concedido o financiamento. A alteração no ROA, no entanto, não foi significativa.

Os resultados da pesquisa evidenciam que o apoio do BNDES é indiferente ao incremento dos indicadores de crescimento e lucratividade, tendo em vista que, os resultados da pesquisa não revelaram mudanças nas taxas de crescimento e lucratividade das empresas após o financiamento.

7 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

A primeira contribuição oferecida por este trabalho diz respeito ao debate teórico sobre banco de desenvolvimento. Dentre seus objetivos a pesquisa procurou consolidar os estudos sobre banco de desenvolvimento alinhando suas conclusões de forma a identificar um conceito estruturado.

A presente pesquisa também buscou compilar os estudos teóricos e empíricos sobre a atuação do BNDES no contexto brasileiro. A análise dos principais estudos revelou que, apesar de existirem críticos à atuação da instituição, o BNDES tem ampliado o seu papel na economia brasileira. Neste aspecto, a presente pesquisa apresentou uma abordagem construtiva do papel dos bancos de desenvolvimento e, em especial, da atuação do BNDES.

A avaliação dos efeitos dos empréstimos do BNDES só foi possível a partir de uma abordagem teórica sobre o conceito de valor. Neste particular, a pesquisa reuniu os principais estudos empíricos e teóricos sobre a temática, subdividindo o conceito de valor em duas acepções distintas, porém complementares, quais sejam: a criação do valor e a apropriação do valor.

A partir desta delimitação do conceito de criação e apropriação de valor, estabelecida com base em uma revisão teórica da literatura, foi possível avaliar os efeitos dos financiamentos do BNDES nas empresas a partir da aplicação de indicadores de crescimento que mensuram as ambições econômicas e sociais do Banco, e de indicadores de rentabilidade que quantificam as pretensões dos acionistas. A conjugação destes indicadores consiste em mais uma contribuição da pesquisa, pois em que pese o crescimento e lucratividade serem dimensões separadas do desempenho financeiro (BRITO, BRITO E MORGANTI, 2009), as empresas financiadas pelo BNDES devem perseguir a conjugação destas duas vertentes de modo a congregar as ambições de seus acionistas com as prioridades do Banco assim considerado com um *stakeholder* relevante.

A pesquisa demonstrou que as empresas que obtém financiamento através do BNDES Automático apresentaram um incremento relevante nos indicadores de crescimento o que reafirma o papel relevante do BNDES que através de seus financiamentos cria valor ao viabilizar investimentos pouco atrativos para o mercado financeiro privado. Em relação ao apoio não automático do BNDES a pesquisa revelou que as empresas apoiadas já sustentavam indicadores de crescimento superior em

relação àquelas não apoiadas pelo Banco. Porém, com o apoio do BNDES estes indicadores de crescimento foram mantidos, de modo que o financiamento do Banco foi relevante para sustentar o crescimento prévio. Desta forma, o Banco apropria o valor criado através do incremento e da sustentabilidade dos indicadores de crescimento que refletem em externalidades sociais positivas.

Por fim, os resultados desta pesquisa desafiam os críticos à atuação do BNDES que sustentam que a atuação do Banco contribui apenas para a redução do custo de oportunidade dos projetos das firmas e incrementa as taxas de retorno de seus acionistas. Os experimentos demonstraram que os indicadores de lucratividade são indiferentes à existência ou não do apoio do BNDES.

8 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A primeira delimitação estabelecida em relação ao objeto de pesquisa reside no direcionamento da seleção da amostra para empresas nacionais que desenvolvem atividades industriais.

Portanto, a abordagem adotada na pesquisa envolveu empresas com sede no Brasil e que desenvolvem atividade industrial, assim considerada como atividade de transformação.

Além disso, o BNDES oferece diversas formas de apoio financeiro à indústria dentre elas o Financiamento a empreendimentos (Finem); BNDES Automático; Financiamento de Máquinas e Equipamentos (Finame); Finame Leasing; Apoio à exportação (BNDES-*exim*); e Subscrição de valores mobiliários. O presente estudo circunscreveu apenas as formas de apoio financeiro aderentes às empresas industriais, o que não abrange todas as modalidades de financiamento do Banco.

Por fim, com o objetivo de tornar factível o estudo da amostra que será objeto da dissertação, foi necessário estabelecer um período de análise do comportamento das empresas apoiadas pelo BNDES. Deste modo, foi necessário estabelecer um critério de análise das empresas. A amostra foi composta por empresas que iniciaram o relacionamento com o BNDES a partir de 2001.

Possíveis problemas de endogeneidade não foram analisados, o que pode enviesar os resultados obtidos. Sugere-se que estudos futuros utilizem técnicas que permitam lidar com este tipo de problema (SEMADENI, WHITERS, CERTO, 2013). Diferentes defasagens temporais entre o financiamento e seu efeito sobre a performance também poderiam ser testadas por pesquisas futuras. No atual modelo, se o impacto do financiamento ocorre no ano em que este foi concedido, este efeito não seria capturado, já que se analisou apenas o impacto a partir do ano seguinte.

Além disso, foi necessário restringir um período de tempo em que observou-se o desempenho das empresas financiadas. Este período compreendeu o espaço de 10 anos.

9 ESTUDOS FUTUROS

Os resultados apresentados nesta pesquisa podem inspirar novas investigações e despertar a atenção de acadêmicos para investigar o papel dos financiamentos do BNDES a partir da combinação de novos indicadores de crescimento e de rentabilidade.

Além disso, novas investigações têm como desafio superar as limitações da pesquisa. Especialmente em relação à amostra, novos estudos podem ampliar o foco de análise para incluir, não apenas as empresas industriais que tenham inaugurado o relacionamento com a Área Industrial do BNDES. Estudos futuros poderiam contemplar novas empresas que, apesar de terem finalidade lucrativa, assumem relacionamento com outras áreas do BNDES em função de suas atividades.

Estudos futuros podem ter como propostas analisar os possíveis problemas de endogeneidade que não foram tratados pela pesquisa além de ampliar o período de análise das empresas de forma a testar diferentes defasagens temporais entre o financiamento e seu efeito sobre a performance das empresas apoiadas.

Por fim, a amostra de pesquisa se ateve a empresas que iniciaram o relacionamento com o BNDES a partir de 2001. Neste caso, é importante investigar se os resultados desta pesquisa são compatíveis com as empresas que ostentam um relacionamento mais longo com o Banco.

10 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, M. 2009. Desafios da real política industrial brasileira do século XXI, Texto para discussão 1452, IPEA.

BARNEY, J., 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, p. 99-120.

BANERJEE, S. (2007). *Corporate Social Responsibility: the good, the bad, and the ugly*. Chettenham: Edward Elgar Publishing limited.

BARBOSA, M. R.; NARDIN, M. 1989. Crescer e Distribuir: uma pauta para o BNDES. P. 356-370.

BNDES. 2012. Relatório Anual 2011. Disponível em www.bndes.gov.br

BRANDESBURGER, A., STUART, H.W., 1996. Value Based Business Strategy of Economics & Management Strategy, v. 5, n. 1, p. 5-24.

BRITO, E.; BRITO, L.; MORGANTI, F. (2009). Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? São Paulo. *Revista de Administração Eletrônica – RAE*, v. 8, n. 1.

BRITO, Renata Peregrino. 2011. Criação de valor, vantagem competitiva e seu efeito no desempenho financeiro das empresas. São Paulo. Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de empresas de São Paulo, Tese de Doutorado.

BRITO, R., BRITO, L. 2012. Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho – uma abordagem baseada em valor. Rio de Janeiro. *In Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 16, n. 3, p. 360-380.

BRITO, R., BRITO, L. 2012. Vantagem competitiva, criação de valor e seus efeitos sobre o desempenho. São Paulo. *In Revista de Administração Eletrônica – RAE*, v. 52, n. 1, p. 70-84.

BRITO, L.; VANCONCELOS, F. 2009. The variance composition of firm growth rates. *Brasilian Administration Review*. V. 6, n. 2, p. 118-136.

BRUCK, N. 1998. The role of development banks in the Twenty-First Century. *Journal of Emerging Markets* 3: 39-67.

BRUCK, N. 2009. Development Banking concepts and theory. *Journal of Emerging Markets* 3: 9-39.

CARNEIRO, R. 2002. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP.

COELHO., D.; De Nigri, J.A. 2010. O impacto do financiamento do BNDES sobre a produtividade das empresas: uma aplicação do efeito quantílico de tratamento. In (ANPEC, http://www.anpec.org.br/encontro_2010.htm) consulta em 23.07.11 as 14h.

COFF, R. W. 1999. When competitive advantage doesn't lead to performance: the resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*. 10 (2), 119-133.

COMBS, J. G.; CROOK, T. R.; SHOOK, C. L. 2005. The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research. In: D. J. KETCHEN e D. D. BERGH (Orgs.), *Research Methodology in Strategy and Management*, San Diego, Elsevier, p. 259-286.

CROOK, T.R. e outros. 2008. Strategic resources and performance: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, v. 29, n. 11, p. 1141-1154.

CULPEPER, R. 2012. Financial sector policy and development in the wake of the global crisis: the role of national development banks; *Third World Quarterly*, 33:3, 383-403.

EID JR., W; RIBEIRO, M. 2003. Fatos e Lendas da Privatização. *Revista de Administração Executiva*, 25-29. FREEMAN, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. (2004). Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science*. 15 (3), 364-369.

GHEMAWAT, P.; RIVKIN, J. W. 2008. Creating competitive advantage. Harvard Business School Note.

HILLMAN, A.J.; KEIM, G. D., 2001. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 2, p. 125-139.

HERMANN, J. 2010. Los bancos de desarrollo em la “era de la liberalización financeira”: el caso del BNDES em Brasil. *Revista Cepal* 100. 193-208.

JENSEN, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.

KIM, W. C.; MAUBORGNE, R. A. (2004). A estratégia do oceano azul. Campus ed.

LAZZARINI, S.; MUSACCHIO, A.; BANDEIRA-DE-MELO, R.; MARCON, R. 2012. What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1969843>.

LEPAK, D. P.; SMITH, K. G.; TAYLOR, M. S. (2007). Value creation and value capture: a multi-level perspective. *Academy of Management Review*. 32(1), 180-194.

MALIK, A.; VELOSO, G. (2010). Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas de saúde. *Revista de Administração Eletrônica*, v. 9, n. 1.

MDIC, 2012. www.mdic.gov.br; acesso em 30.06.2012, as 16h.

MISANGYI, V. F.; ELMS, H.; GRECKHAMER, T.; LEPINE, J. A. A new perspective on a fundamental debate: a multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects. *Strategic Management Journal*, v. 27, p. 571-590, 2006.

OTTAVIANO, G.; Sousa, F. 2008. O efeito do BNDES na produtividade das empresas. In DE NIGRI, J.A.; KUBOTA, L. C. (Ed.). Políticas de incentivo à inovação tecnológica. Brasília.

PEREIRA, J. 2007. A política econômica brasileira e a contribuição do Sistema BNDE – reapresentação em novembro, 2007. *Revista do BNDES*, v. 14, n. 28, p. 459-480.

PETERAF, M. A.; BARNEY, J. B. (2003). Unraveling the resource-based tangle. *Managerial and Decision Economics*, 24(4), 309-323.

PORTER, M. E. (1985). *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press, Collier Macmillan.

PROCHNIK, M.; MACHADO, V. 2008. Fontes de Recursos do BNDES 1995-2007. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 3-34.

RAUDENBUSH, S. W.; BRYK, A. S. Hierarchical Linear Models: Applications And Data Analysis Methods. Thousand Oaks, CA: Sage, 2002

SAPIENZA, P. 2004. The effects of government ownership on bank lending. Journal of Financial Economics, 72(2): 357-384.

SEMADENI, M.; WITHERS, M; CERTO TREVIS, S. 2013. The perils of endogeneity and instrumental variables in strategy research: Understanding through simulations. Strategic Management Journal.

SHORT, J. C.; KETCHEN JR, D. J.; PALMER, T. B.; HULT, G. T. M. Firm, strategic group, and industry influences on performance. Strategic Management Journal, v. 28, p. 147-167, 2007.

SOUSA, Filipe Lage, 2010. Os efeitos dos financiamentos do BNDES sobre o desempenho das empresas industriais brasileiras in Estrutura Produtiva Avançada e Regionalmente Integrada: desafios do desenvolvimento produtivo brasileiro. Livro 5, volume 1. Brasília.

STEFFENS, P.; DAVIDSSON, P.; FITZSIMMONS, J. 2009. Performance configurations over time: implications for growth-and-profit-oriented strategies. Entrepreneurship Theory and Practice, v. 33, n. 1, p 125-148.

SZUSTER, N.; CARDOSO, R.; SZUSTER, F.; SZUSTER, F.; SZUSTER. F. Contabilidade geral: introdução à Contabilidade Societária. 3. ed. São Paulo, 2011.