

Gestão de Valor: O que a abordagem de criação e destruição de valor modifica no ranking das 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas pela Revista Exame de 2008

Idalberto José das Neves Júnior (UCB) - jneves@ucb.br

Deives Mendes de Almeida (UCB) - deivesg12@hotmail.com

Jefferson Silva Damasceno (UCB) - jeffcon@ig.com.br

Resumo:

A gestão de valor nas empresas traz importantes avanços para a sua atuação, por sair de uma postura convencional voltada ao lucro e à rentabilidade para um foco direcionado à riqueza dos proprietários, utilizando estratégias direcionadas a reduzir custos, trazendo competitividade e sucesso empresarial. Os índices tradicionais não mostram essa relação de lucro com a criação de valor. Baseado nisso, este trabalho vem apresentar uma abordagem de gestão de valor através do (EVA®) Economic Value Added que mensura a criação ou a destruição de valor de qualquer empresa. Assim, esta pesquisa realizou-se com as 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas na Revista Exame de 2008. A coleta dos dados foi feita através do software Economática. Após a coleta de dados foi calculado o indicador EVA®, elaborou-se ranking das empresas que construíram ou destruíram valor e efetuou-se comparação entre esse ranking e o apresentado na Revista Exame. Por fim, demonstramos as mudanças e os resultados obtidos dessa comparação: das 27 empresas analisadas. Como resultado apenas 3 empresas não mudaram o seu posicionamento no ranking EVA. Das 24 empresas que tiveram alteração, 14 agregaram valor e 10 destruíram valor.

Palavras-chave: *Gestão de Valor. Índices Tradicionais. Economic Value Added (EVA) e Criação ou Destruição de Valor.*

Área temática: *Controladoria*

Gestão de Valor: O que a abordagem de criação e destruição de valor modifica no ranking das 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas pela Revista Exame de 2008

Resumo

A gestão de valor nas empresas traz importantes avanços para a sua atuação, por sair de uma postura convencional voltada ao lucro e à rentabilidade para um foco direcionado à riqueza dos proprietários, utilizando estratégias direcionadas a reduzir custos, trazendo competitividade e sucesso empresarial. Os índices tradicionais não mostram essa relação de lucro com a criação de valor. Baseado nisso, este trabalho vem apresentar uma abordagem de gestão de valor através do (EVA®) Economic Value Added que mensura a criação ou a destruição de valor de qualquer empresa. Assim, esta pesquisa realizou-se com as 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas na Revista Exame de 2008. A coleta dos dados foi feita através do software Economatica. Após a coleta de dados foi calculado o indicador EVA®, elaborou-se ranking das empresas que construíram ou destruíram valor e efetuou-se comparação entre esse ranking e o apresentado na Revista Exame. Por fim, demonstramos as mudanças e os resultados obtidos dessa comparação: das 27 empresas analisadas. Como resultado apenas 3 empresas não mudaram o seu posicionamento no ranking EVA. Das 24 empresas que tiveram alteração, 14 agregaram valor e 10 destruíram valor.

Palavras-chave: Gestão de Valor. Índices Tradicionais. Economic Value Added (EVA) e Criação ou Destruição de Valor.

Área Temática: Controladoria.

1. INTRODUÇÃO

As empresas, no mundo moderno, investem diariamente nas práticas de gestão que avaliam o seu desempenho, buscando cada vez mais atrair, reter e ganhar espaço no mercado competitivo e no cenário econômico. O critério para avaliar o sucesso é basicamente a análise dos resultados que retratam o crescimento econômico-financeiro da empresa, de forma que ela venha a obter lucros atrativos aos olhos dos proprietários. (ASSAF NETO, 2005).

A estruturação de um sistema financeiro eficiente que avalia e transmite informações relevantes aos acionistas sobre a criação ou destruição de riqueza é a essência das corporações para atuarem competitivamente no mercado (ASSAF NETO, 2005).

Os índices contábeis como retorno sobre o investimento – ROI e o retorno sobre o patrimônio líquido são indicadores de desempenho importantes, mas não expressam a real criação de riqueza para a empresa (SAURIN, 2000).

Partindo dessa premissa, as empresas procuram novas medidas de desempenho que buscam evidenciar a eficiência da criação ou destruição de valor. O indicador (EVA®) *Economic Value Added* vem como resposta à necessidade de medidas de desempenho para mensurar uma adequada criação de valor da empresa. (MARTINS, 2001).

O EVA® é uma medida de desempenho empresarial que oferece a resposta certa no sentido de ser sempre definitivamente melhor para os acionistas (ROCHA, 2001).

A Revista Exame dedica uma edição especial denominada Melhores & Maiores, com uma única tiragem por ano, geralmente no mês de julho, apresentando um ranking das melhores e maiores empresas Brasileiras, todavia, elaborado sobre um prisma tradicional de

índices econômico-financeiros nos 18 setores da economia. Assim, tendo em vista que o referido ranking tem grande repercussão no cenário brasileiro, em função dos rígidos critérios com que é elaborado, foi utilizado como base para comparação com o modelo EVA®.

Para efetuar essas mudanças na análise de desempenho surge o seguinte problema: o que muda no *ranking* fundamentado pelos indicadores tradicionais das 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas na Revista Exame de 2008, quando são utilizados os conceitos de Gestão de Valor por meio do indicador de desempenho EVA®?

Para tentar encontrar uma resposta para esse problema foram tomados alguns procedimentos, sendo a identificação do *ranking* das 27 melhores empresas das regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste de 2007, selecionadas da Revista Exame 2008, e com os dados dessas empresas extraídos do Economática, construir um *ranking* baseado no indicador de gestão de valor e, por fim, verificar se houve alguma mudança no *ranking*.

Como resultado antecipado da pesquisa, foi delineada a hipótese de que o *ranking* das 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas pela Revista Exame de 2008 é diferente do *ranking* criado por meio dos conceitos e pressupostos da gestão do valor.

Sendo assim, o objetivo principal dessa pesquisa é comparar o *ranking* das empresas listadas na Revista Exame 2008 das regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste, com o *ranking* da gestão de valor elaborado. Não deixando comentar sobre suas estruturas de capitais, diferenças entre a gestão de valor e a análise tradicional, e por fim a validação dos resultados das análises do EVA® pela análise discriminante.

Sobre o proceder metodológico, classificou-se a pesquisa: (VERGARA, 2000)

– Exploratória, por ser realizar numa área pela qual não existe conteúdo publicado e sistematizado da Revista Exame de 2008, quando aplicados os conceitos de Gestão de Valor por meio do indicador EVA;

– Descritiva, porque expõe sobre os critérios econômicos que caracterizam a competitividade entre as empresas brasileiras e porque expõe características de determinada população ou fenômeno;

– Bibliográfica, por se tratar de uma pesquisa de cunho teórico abrangendo a leitura, análise e interpretação de livros, revistas, periódicos, artigos científicos, etc, que servirão de fundamentação teórica para o estudo do fenômeno de Gestão de Valor nas empresas brasileiras.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Análise tradicional de indicadores e *ranking* da Revista Exame

Os indicadores de rentabilidade avaliam os resultados baseando-se exclusivamente no valor absoluto do lucro líquido, refletindo se o resultado gerado no exercício foi condizente ou não com o potencial econômico da empresa, que influencia sobre as suas decisões no mercado (ASSAF NETO, 2005).

Os indicadores tradicionais de rentabilidade mais utilizados são:

– Retorno sobre o Investimento (ROI - Return on Investment): representa a razão entre o resultado líquido contábil tradicional e o capital total investido também conhecido como ROA (MARTINS, 2000).

– Retorno sobre o Ativo (ROA - Return on Assets): revela o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas pela empresa em seus ativos sendo o custo financeiro máximo que a companhia poderia incorrer na captação de fundos. Ele dá à empresa o reflexo do desempenho da margem operacional e giro do ativo total, identificando o grau de eficiência no uso dos ativos para a realização das vendas da empresa (MOROZOWSKI FILHO, 2000).

– Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – Return On Equity): utilizado em nível corporativo amparado pelo fato de ser uma medida de grande interesse de seus investidores (MOROZOWSKI FILHO, 2000).

Esses indicadores servem de critério para avaliar o sucesso ou fracasso das empresas por meio dos seus resultados obtidos em termos de crescimento, rentabilidade, situação financeira, investimento, participação no mercado e produtividade por empregado. A Revista Exame listou as 500 Maiores Empresas do País que atuam no Brasil, onde seu *ranking* é estabelecido por indicadores aplicados nas demonstrações financeiras enviadas pelas empresas (REVISTA EXAME, 2008).

A metodologia de cálculo consiste em atribuir pontos pelo desempenho relativo em cada indicador, atribuindo 10 para o primeiro lugar, 9 para o segundo, e assim sucessivamente até o décimo colocado, que recebe 1 ponto. Os pontos, por sua vez, são multiplicados por um peso atribuído a cada indicador.

Os indicadores de desempenho e seus respectivos pesos utilizados pela Revista Exame de 2008 são os seguintes:

PESO	INDICADOR	COMENTÁRIO
10	Crescimento das Vendas	Retrata se a empresa aumentou ou diminuiu sua participação no mercado e sua capacidade de, expandindo-se, gerar novos empregos.
15	Investimento (Não Imobilizado)	Apresenta o valor que está sendo aplicado pela empresa na modernização e/ou na ampliação de suas instalações, o que também é indicador de geração de empregos direta ou indiretamente.
15	Liderança de Mercado	Compara as participações de mercado que as empresas detêm no setor em que atuam e estabelece uma classificação entre elas.
20	Liquidez Corrente	Indica se a empresa apresenta ou não boa saúde financeira, ou se opera com segurança no curto prazo ou dentro de seu ciclo operacional.
25	Rentabilidade do Patrimônio	Mede a eficiência da empresa, o controle de custos e o aproveitamento das oportunidades, no mundo dos negócios.
15	Riqueza Criada por Empregado	Mede quanto a empresa produz de riqueza em relação ao número de empregados, independentemente do volume total de vendas ou da margem de lucro.

Quadro 01 – Indicadores de desempenho e seus respectivos pesos

Fonte: Revista Exame 2008.

2.2. Estrutura dos Capitais e Custo de Oportunidade

Toda e qualquer empresa necessita de recursos, sejam eles humanos, tecnológicos, financeiros, etc., para funcionar, sendo aqueles obtidos através de agentes econômicos, tais como: acionistas, debenturistas, bancos, entre outros (MARTINS, 2001).

O custo de capital de uma empresa reflete na remuneração mínima exigida pelos proprietários de suas fontes de recursos, credores e acionistas, sendo utilizado como taxa mínima de atratividade das decisões de investimentos e indicando criação de riqueza econômica quando o retorno operacional auferido superar a taxa requerida de retorno determinada pela alocação de capital (ASSAF NETO, 2005).

Segundo Gitman (1984 apud MARTINS, 2001, p. 206), “o custo de capital, que representa o custo médio de dinheiro da empresa, é um importante insumo no processo de investimento de capital”. A estrutura de financiamento do capital divide-se em: custo de capital próprio e custo de capital de terceiros (MARTINS, 2001).

O custo de capital próprio segundo Nascimento (1988 apud MARTINS, 2001, p. 211) “(...) é o custo de oportunidade do investidor, pois representa a expectativa de retorno do capital que ele possui, e é parâmetro que utilizará para decidir-se entre aplicar seu capital na empresa ou em outras oportunidades de negócios”.

O método adotado para o custo de capital próprio do Brasil foi o modelo de precificação do ativo (CAPM), pois segundo Assaf Neto (2005, p. 367), “o CAPM estabelece uma relação linear entre o retorno de um ativo e o retorno do mercado”.

Custo de Capital de Terceiros é definido pelas despesas financeiras relacionadas com os passivos onerosos (empréstimos e financiamentos) mantidos pela empresa, tomados a uma determinada taxa estabelecida em contrato ou título que se deduz da alíquota do imposto de renda, reduzindo seu custo final. O custo de capital de terceiros deve ser sempre apresentado líquido dos efeitos tributários por ser um benefício fiscal (ASSAF NETO, 2005).

Assaf Neto, (2005, p. 363) relata: “Ao se trabalhar com custos de capital mensurados após o Imposto de Renda, de forma coerente os fluxos de caixa em avaliação devem também apresentar-se expressos em valores dos referidos tributos”.

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) é a seleção dos investimentos efetuada em cada custo apurado de acordo com cada fonte específica de financiamento (próprio e de terceiros), onde se determina a porcentagem de cada uma identificando o risco financeiro e os custos individuais (MARTINS, 2001).

Em se tratando de situações estratégicas o custo de oportunidade é quando uma empresa sacrifica uma aplicação de recursos porque resolve aplicar em outro investimento alternativo com risco semelhante que permite um retorno esperado para melhor remunerar seus proprietários (ASSAF NETO, 2005).

2.3. Gestão de Valor como medida de desempenho e modelo teórico utilizado

As empresas no mundo moderno investem cada vez mais em práticas de gestão buscando o desenvolvimento para atrair, reter e ganhar espaço no mercado competitivo. A prática de gestão não é apenas ter rentabilidade e obter lucros atrativos aos olhos dos proprietários. Assim, o desenvolvimento tem suma importância no cenário econômico, pois está sujeito a mudanças de paradigmas, culturais e de desempenho, sempre com a finalidade de agregar riqueza gerando valor (ASSAF NETO, 2005).

A Gestão de valor se apresenta como medida de desempenho fundamentado no conceito do Valor Econômico Agregado – EVA®, desenvolvido por Joel Stern e Bernnett G. Stewart, tendo como base a divulgação de suas idéias, através de livros que descrevem o conceito, evidenciando como calcular e as aplicações práticas do EVA® (SAURIN, 2000).

A seguir mostraremos o modelo teórico das variáveis utilizadas para calcular o indicador no desenvolvimento da pesquisa conforme o arcabouço de finanças corporativas e valor.

O cálculo do EVA® será efetuado pelo lucro operacional líquido que evidencia a estrutura de capital de cada empresa e como são financiados e mensurados seus recursos de capital próprio e de terceiros (ASSAF NETO, 2005).

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{ROL} (-) \text{WACC} * \text{IT}$$

- ✓ ROL = Resultado Operacional Líquido;
- ✓ IT= Investimento Total;
- ✓ WACC = Custo Médio Ponderado de Capital;

O cálculo do custo total de capital (WACC) segundo Assaf Neto (2005, p. 361) é “(...) obtido mediante o cálculo da média dos custos de captação ponderada pela participação de cada fonte de fundos na estrutura de capital”. Essa média dos custos de captação é também chamada de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) formado pelas principais fontes de financiamento: capital próprio e de terceiros.

Custo Médio Ponderado de Capital:

- ✓ $WACC = (K_i \times W_i) + (K_j \times W_j)$
- ✓ K_i = custo do financiamento próprio;
- ✓ K_j = custo de financiamento de terceiros;
- ✓ W_i = participação relativa do capital próprio no investimento total;
- ✓ W_j = participação relativa do capital de terceiros no investimento total.

K_i = Custo do Capital Próprio:

- ✓ $K_i = [R_f + \beta \times (R_m - R_f)] + \alpha BR$
- ✓ R_f = taxa livre de risco, média das taxas de juros dos títulos públicos americanos (T-Bond);
- ✓ β = coeficiente beta, medida de risco do ativo no Mercado Americano;
- ✓ R_m = retorno da carteira de mercado, média das taxas de rentabilidade do mercado (índice Nasdaq);
- ✓ αBR = risco Brasil: é a diferença entre a taxa de juros do título público brasileiro C-bond e o título público americano T-bond.

O risco país é a média mensal das variações acumuladas diárias. Segundo Assaf Neto (2005, p. 368), o risco país é “(...) estabelecido com base na remuneração em excesso oferecida pelos títulos públicos nacionais em relação aos juros pagos pelos T-Bonds do governo dos Estados Unidos, considerado como um ativo livre de risco nos mercados financeiros internacionais”.

K_j = Custo de Capital de Terceiros

- ✓ $K_j = (DFL - IR) / PO$
- ✓ DFL = Despesas Financeiras Líquidas do Imposto de Renda;
- ✓ PO = Passivo Oneroso (Empréstimos e Financiamentos).

2.4. Gestão de Valor X Análise Tradicional

Os quadros 02 e 03 demonstram as medidas de desempenho tradicionais e gestão de valor, respectivamente, apresentando suas principais vantagens e desvantagens e observando entre suas particularidades, com uma visão generalizada da análise de desempenho dando uma idéia da importância e limitações de cada tipo de análise.

Medidas de desempenho tradicionais	
Lucro Líquido	Vantagens
	- Disponível nas Demonstrações Contábeis; Fácil compreensão.
ROI	Desvantagens
	- Ignora o fator risco; não está ligado diretamente à riqueza do acionista, por isso não serve como referência na agregação de riqueza.
ROI	Vantagens
	- Verifica a rentabilidade da empresa, de acordo com o ramo do negócio;
ROI	Desvantagens
	- Não reflete a oportunidade e os riscos futuros; ignora a estrutura de capital e a política de financiamento da empresa.

ROE	Vantagens
	- Permite ao acionista observar o montante do retorno investido e a gestão dos recursos próprios e de terceiros despertando interesse de investidores.
ROA	Desvantagens
	- Não permite separação entre o desempenho operacional e financeiro, inviabilizando análises comparativas; sensível a alavancagem financeira e mudanças de taxas de juros.
ROA	Vantagens
	- Reflete maior retorno quando o capital próprio substitui o capital de terceiros.
ROA	Desvantagens
	- Dificuldade em alocar capital de terceiros.

Quadro 02: Medidas de desempenho tradicionais
Fonte: Morozowski Filho (2000) e Martins (2001)

Gestão de Valor	
EVA®	Vantagens
	- Mensura a criação de valor econômico; identifica o custo de capital; procura manter os custos o mais baixo possível; impede estratégias que não agregam valor, descartando atividades ineficientes, através do custo de oportunidade.
EVA®	Desvantagens
	- Restringe o crescimento da empresa, se utilizado de forma muito simples, na expectativa de resultados rápidos; inviável para empresas recém constituídas por não apresentarem série histórica; pode provocar uma situação de sub-investimentos, conforme o investimento realizado no aumento do capital.

Quadro 03: Gestão de valor
Fonte: Saurin, (2000); Morozowski Filho (2000) e Silva (2004)

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. Síntese do estudo

Aplicação do EVA® nas 27 Maiores Empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste, consideradas como as melhores em 18 setores da economia listadas na Revista Exame de 2008, para verificar se houve alteração no *ranking* apresentado quando se agrega ou se destrói valor nos investimentos dessas empresas.

3.2. População e Amostra

O universo da pesquisa ou população é o conjunto do *ranking* das 500 maiores empresas listadas na Revista Exame de 2008, “As 500 Maiores Empresas do País”. Das 500 empresas listadas, 300 são das regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste.

Foram coletadas as informações das Demonstrações Contábeis no software Economática, por não serem encontradas na Revista Exame 2008, restando apenas 43 empresas, pois as demais não estavam cadastradas ou não tinham suas demonstrações registradas no ano de 2007.

Das 43 empresas com demonstrações contábeis no período, apenas 30 empresas tinham informações suficientes para calcular a variável do EVA®, sendo esta a variável beta (β) que serve para o cálculo do custo de capital próprio. Das 30 empresas classificadas, restaram apenas 27, pois três não tinham o Passivo Oneroso, ou a variável do cálculo do custo de capital de terceiros. Assim, a amostra não foi probabilística por cotas.

Segue abaixo a Tabela 01 que apresenta o *ranking* das melhores empresas de cada região: Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste, que mais venderam em 2007, fundamentadas pela coluna vendas. Na região Sul, a Vivo, na Centro-Oeste a Brasil Telecom e na região Norte/Nordeste, a Braskem, foram às empresas que mais faturaram na sua atividade.

27 Maiores EMPRESAS DAS REGIÕES CENTRO-OESTE, SUL E NORTE/NORDESTE					
REGIÃO CENTRO-OESTE					
NOVA ORDEM	ORDEM 2007	EMPRESA	SEDE	SETOR	VENDAS (Em US\$ milhões)
1	1	Brasil Telecom	Brasília-DF	Telecomunicações	8,056.90
2	3	Eletrobrás	Brasília-DF	Energia	4,485.30
3	12	Cemat	Cuiabá-MT	Energia	1,086.50
4	15	CEB Distribuição	Brasília-DF	Energia	788.40
REGIÃO SUL					
NOVA ORDEM	ORDEM 2007	EMPRESA	SEDE	SETOR	VENDAS (Em US\$ milhões)
1	1	Vivo	Londrina-PR	Telecomunicações	10,474.20
2	4	Sádia	Concórdia-SC	Bens de Consumo	5,415.60
3	5	Copesul	Triunfo-RS	Química e Petroquímica	4,802.80
4	6	Copel Dist.	Curitiba-PR	Energia	3,520.00
5	11	Ipiranga Dist.	Porto Alegre-RS	Atacado	2,098.80
6	14	Tractebel Energia	Florianópolis-SC	Energia	1,725.70
7	17	Renner	Porto Alegre-RS	Varejo	1,505.90
8	18	Gerdau Copmercial	Porto Alegre-RS	Siderúrgica e Metalurgia	1,475.30
9	21	Eleva	Porto Alegre-RS	Bens de Consumo	1,420.00
10	25	CEEED	Porto Alegre-RS	Energia	1,264.80
11	26	Positivo Inf.	Porto Alegre-RS	Indústria Digital	1,241.60
12	29	Marcopolo	Caxias do Sul-RS	Auto-Indústria	996.10
13	35	Gerdau Aços Especiais	Porto Alegre-RS	Siderúrgica e Metalurgia	866.80
14	39	Tupy	Joinville-SC	Siderúrgica e Metalurgia	828.10
15	45	Refinaria Ipiranga	Rio Grande-RS	Química e Petroquímica	726.20
REGIÃO NORTE/NORDESTE					
NOVA ORDEM	ORDEM 2007	EMPRESA	SEDE	SETOR	VENDAS (Em US\$ milhões)
1	1	Braskem	Camaçari-BA	Química e Petroquímica	9,379.50
2	6	Coelba	Salvador-BA	Energia	2,643.80
3	23	Dias Branco	Eusébio-CE	Bens de Consumo	923.10
4	24	Grendene	Sobral-CE	Têxtil	891.80
5	31	Cemar	São Luís-MA	Energia	734.90
6	37	Cosern	Natal-RN	Energia	648.10
7	50	Amazônia Celular	Belém-PA	Telecomunicações	486.60
8	66	Guararapes	Natal-RN	Têxtil	395.10

Tabela 01: *Ranking* das 27 melhores empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste.

Fonte: Revista Exame 2008.

A coluna ORDEM 2007, acima relacionada, refere-se à classificação do *ranking* da Revista Exame de 2008. A coluna NOVA ORDEM, acima especificada, faz menção à ordenação das empresas listadas na Revista Exame de 2008 cadastradas no software Econômica com todas as informações necessárias para o desenvolvimento da pesquisa.

3.3. Protocolo de Pesquisa

O protocolo de pesquisa demonstra todos os procedimentos, que corresponde à revisão bibliográfica, à coleta e análise dos dados das empresas listadas na Revista Exame de 2008. No software Economática, coletaremos os dados para calcular o indicador de gestão de valor e a construção do respectivo *ranking* para a comparação com o *ranking* tradicional e a validação do EVA®, através da análise discriminante.

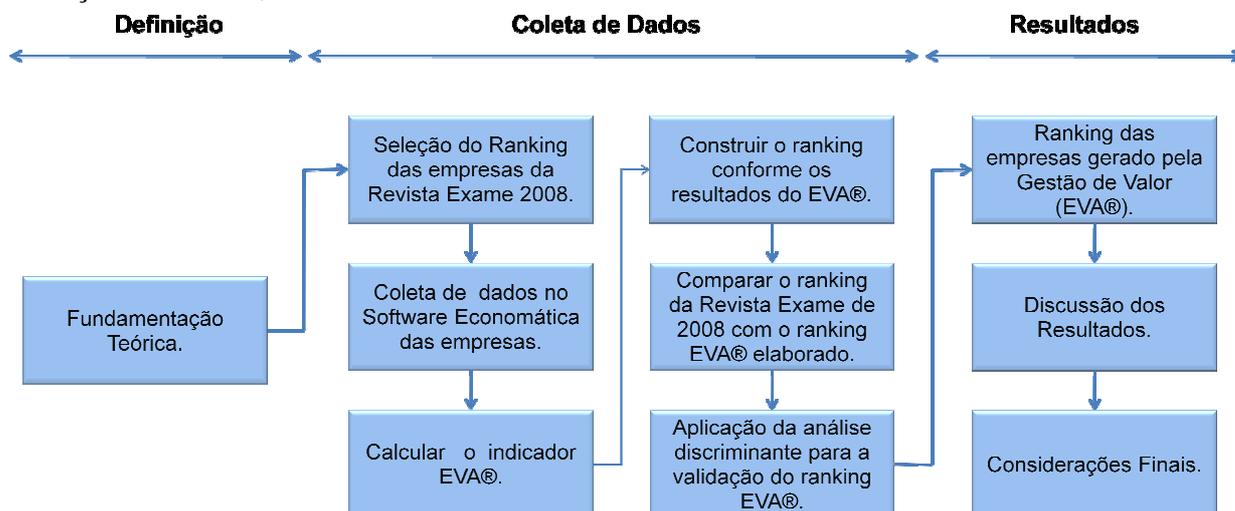


Figura 1: Protocolo de pesquisa
Adaptado de Yin (1989)

Com base no protocolo de pesquisa apresentaremos os resultados que são alinhados à mesma e averiguar se as hipóteses serão aceitas ou rejeitadas.

O problema e o protocolo da pesquisa serão evidenciados através de uma pesquisa bibliográfica aprofundada, efetuada por meio de consulta a livros, artigos, a Revista Exame 2008 e pesquisa eletrônica (via internet), para que venha perceber uma fundamentação teórica mais robusta do trabalho.

A coleta e a análise de dados se basearão numa seleção de empresas das regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste listadas na Revista Exame 2008 e no software Economática, para levantamento dos dados, para calcular os custos de capital próprio e de terceiros, o custo médio ponderado de capital e o indicador EVA® (de onde será construído seu próprio *ranking* que será comparado com o *ranking* da Revista Exame) e a aplicação da análise discriminante para a validação do EVA® para um maior rigor metodológico.

Os resultados mostrarão as principais características do *ranking* gerado pela gestão de valor EVA® em relação ao *ranking* apresentado pela Revista Exame 2008, onde seus resultados vão ser discutidos com o objetivo de responder o problema apresentado pela pesquisa.

3.4. Fundamentos teóricos utilizados para a discussão dos resultados

Na fundamentação teórica deste estudo, serão utilizados conceitos e referências evidenciados a seguir.

FUNDAMENTOS	AUTOR (ES)
Indicadores Tradicionais	Morozowski Filho (2000); Revista Exame de 2008; e Martins (2001)
Ranking das 27 empresas das Regiões Centro-Oeste, Sul e Norte/Nordeste	Revista Exame de 2008
Estrutura dos Capitais: Capital Próprio (CAPM) e de Terceiros	Martins (2001) e Assaf Neto (2005)
Custo Ponderado de Capital (WACC) e Custo de Oportunidade	Martins (2001) e Assaf Neto (2005)
Gestão de Valor: medida de desempenho – EVA®	Assaf Neto (2005) Saurin, (2000); Morozowski Filho (2000) e Silva (2004)

Quadro 04: Fundamentos Teóricos

3.5. Detalhamento da coleta de dados, definição do custo de capital, composição e validação do EVA®

Para consolidar e evidenciar o resultado esperado nessa pesquisa buscou-se priorizar a coleta dos dados das Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE) e do Balanço Patrimonial (BP) referente ao ano de 2007, por meio das informações das variáveis necessárias para calcular o custo total de capital e o EVA® das empresas selecionadas, extraídos do software financeiro Economática.

A princípio, a intenção era calcular o custo do capital próprio nos padrões da economia brasileira, mas seus valores dificultaram a análise devido a oscilações do mercado brasileiro. Por isso, a metodologia adotada não foi o modelo de CAPM brasileiro, devido ao fato de suas limitações afetarem a qualidade do resultado apurado, tais como: alta quantidade de ações negociadas no mercado, baixa competitividade do mercado e inexpressiva representatividade de ações ordinárias no mercado (ASSAF NETO, 2005).

A solução foi buscar referência no modelo do CAPM do mercado acionário norte-americano, devendo ser adicionado no seu resultado à taxa de risco-país (risco Brasil) sendo o custo de oportunidade como *benchmarking* recomendado para os trabalhos acadêmicos e avaliação de empresas (ASSAF NETO, 2005).

Para esse cálculo, será adotada como referência a taxa livre de risco que corresponde às taxas de juros médias dos títulos públicos americanos (T-Bonds; treasury bonds) de longo prazo; o coeficiente beta que constitui dificuldade na sua apuração por ser uma amostra das empresas do mesmo setor com características operacionais e financeiras, sendo de risco sistemático das empresas em avaliação e o retorno da carteira de mercado visto como a média das taxas de rentabilidade do mercado de ações (ASSAF NETO, 2005).

Apenas o coeficiente beta foi retirado do Economática. Ele é decorrente da média dos betas das empresas selecionadas no *ranking* da Revista Exame 2008. As taxas de juros dos títulos americanos, T-Bond foi utilizado referente ao período de 2006 a 2009, pois esse título tem característica de longo prazo.

O Resultado Operacional Líquido (ROL), corresponde ao lucro operacional líquido do exercício isento do Imposto de Renda retirado da (DRE), adicionando as despesas financeiras líquidas (ASSAF NETO, 2005).

O Investimento Total (IT), corresponde à soma dos investimentos alocados ao custo do capital próprio e de terceiros, ou seja, é o valor atribuído ao patrimônio líquido (Capital próprio) e empréstimos e financiamentos (capital de terceiros) que são responsáveis pela captação de recursos (ASSAF NETO, 2005).

Depois de calculadas todas as variáveis, aplicou-se a técnica de análise discriminante que determina um conjunto de coeficientes, atribuídos a cada variável independente, por possuir poder de discriminação. Quando, então, estes coeficientes são aplicados em um conjunto de indicadores de uma empresa obtém-se uma base para classificação daquela

empresa em um dos grupos mutuamente exclusivos definidos a priori (NEVES JÚNIOR; FARIA, 2007).

O modelo de análise discriminante utilizado nesta pesquisa foi o software estatístico (SPSS) *Statistical Package for The Social Sciences* que consiste em validar o indicador EVA®, explicado pelas suas variáveis, que identifica e fundamenta de maneira explícita nos seus resultados quais as empresas que agregaram ou destruíram valor no ano de 2007.

As variáveis independentes, Investimento Total, Custo Médio Ponderado de Capital, Taxa de Capital Próprio e de Terceiros, Participação do Percentual de Capital Próprio e de Terceiros, Despesas Financeiras Líquidas, Passivo Oneroso, Beta, Risco País, Resultado Operacional Líquido, Taxa Livre de Risco e a Taxa de Retorno de Mercado são as variáveis que irão explicar a variável dependente, Resultado do EVA®, demonstrando quais as empresas que agregaram ou destruíram valor.

4. RESULTADOS

Os resultados apresentados foram estruturados a partir da análise do indicador de gestão de valor, EVA® das 27 empresas listadas no *ranking* da Revista Exame de 2008, no período de 2007, podendo identificar quais as empresas que criaram ou destruíram valor.

A validação dos resultados do EVA® foi realizada através da técnica de análise discriminante e por meio do software estatístico SPSS, com os dados apresentados no *ranking* criado sobre a gestão de valor das 27 empresas, que criaram ou destruíram valor, listadas no *ranking* da Revista Exame de 2008, no período de 2007.

4.1. Validação do EVA®

O acerto foi de 85,20% dado como resultado da análise discriminante das 27 empresas listadas no *ranking* da Revista Exame de 2008 referente ao período de 2007. O grau de assertividade é considerado elevado, o que representa confiança quando da análise do indicador da gestão de valor, EVA®. Das empresas que criaram valor, ou seja, 17 empresas, 82,40% tiveram um grau de assertividade, contra 17,60%; e as empresas que destruíram valor, ou seja, das 10 empresas, 90% tiveram um grau de assertividade, contra 10%. Portanto, pelo grau de assertividade das empresas que constroem ou destroem valor podemos concluir que no geral as empresas mais destruíram valor. A seguir é apresentada a classificação desses resultados:

CLASSIFICAÇÃO	GRUPO		TOTAL
	CRIA VALOR	DESTROI VALOR	
CRIA VALOR	14	3	17
DESTROI VALOR	1	9	10
CRIA VALOR (%)	82,40%	17,60%	100,00%
DESTROI VALOR (%)	10,00%	90,00%	100,00%

85,20% Original de casos agrupados corretamente classificados.

Tabela 02: Classificação dos Resultados

Pela aplicação da gestão de valor, EVA®, e a análise discriminante nas 27 empresas listadas na Revista Exame de 2008 referentes ao período de 2007, obtiveram-se as médias dos centros, que são indispensáveis para a análise dos pesos e classificação dos agrupamentos. A tabela abaixo demonstra a média do escore discriminante para cada grupo:

CLASSIFICAÇÃO	MÉDIA
CRIA VALOR	-1,025
DESTROI VALOR	1,742

Tabela 03: Média dos Centros

A análise das médias dos centros permitiu verificar que os valores negativos (-1,025) determinam os agrupamentos das empresas que criam valor, enquanto que os valores positivos (1,742) são referentes as empresas que destroem valor.

A partir dessa constatação é possível analisar os resultados dos coeficientes apresentados na análise discriminante. Foram eles:

INDICADORES	COEFICIENTES
IT	0,727
WACC	0,623
KI	0,907
KJ	0,844
WI	- 0,437
DFL	0,955
PO	- 0,196
ROL	- 0,905

Tabela 04: Coeficientes e Valores

Ponderando a importância de cada variável na separação dos grupos na tabela 07, quanto maior o número negativo, maior é o peso desta variável para a criação de valor, portanto, podemos concluir que o indicador que mais influência para gestão de valor (EVA®), ou criação de valor, é o Resultado Operacional Líquido – ROL com (- 0,905). Já a destruição de valor das empresas está ligada aos valores positivos, neste caso as Despesas Financeiras Líquidas Livres de Imposto de Renda - DFL com 0,955 junto com o Custo de Capital Próprio - KI com 0,907 representam maiores pesos na destruição de valor. Assim, é possível determinar relativamente à importância de cada preditor na função da análise discriminante.

4.2. Achados da pesquisa

Assim, observando a figura 02, verificamos o total das empresas analisadas, quais as empresas de cada região que construíram e destruíram valor demonstrado pelo EVA® positivo ou negativo, fundamentado pela análise discriminante.

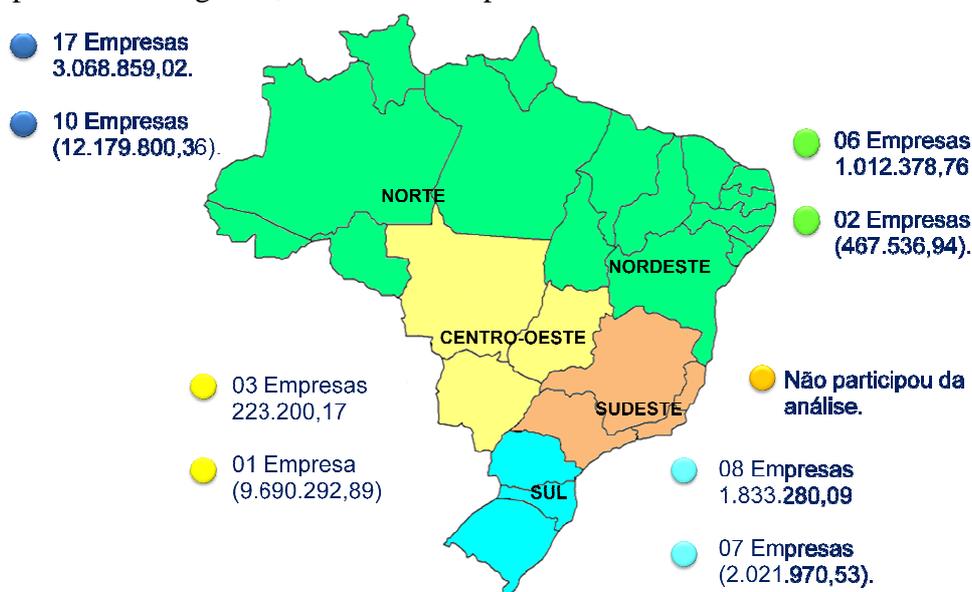


Figura 02: EVA® das empresas listadas por região

A região Sul apresentou 15 empresas, onde 8 delas agregaram valor e 7 empresas destruíram valor. Em se tratando do posicionamento das empresas, a que ocupava o topo do ranking nova ordem, caiu para o último lugar no ranking criado do EVA®. A empresa, que ocupava a sétima posição no ranking nova ordem, passou para a primeira posição no ranking

criado. O Investimento Total apresentou um percentual de crescimento do EVA® de 131% em relação ao capital total investido. Já a empresa que mais destruiu valor foi a Vivo com -14% do seu capital. Apenas a Copesul permaneceu na mesma posição. Veja os resultados na tabela 05:

REGIÃO SUL					
RANKING EVA® CRIADO	NOVA ORDEM	Empresa	EVA®	INVESTIMENTO TOTAL	RELAÇÃO DO EVA® / INVESTIMENTO TOTAL
1	7	Lojas Renner	923.667,76	704.487,00	131%
2	6	Tractebel	581.816,98	3.233.410,00	18%
3	3	Copesul	98.573,27	1.912.219,00	5%
4	12	Marcopolo	77.296,27	1.306.311,00	6%
5	10	CEEE-GT	47.786,63	198.249,00	24%
6	9	Eleva	40.668,13	1.123.535,00	4%
7	2	Sadia S/A	34.832,06	4.544.838,00	1%
8	15	Refinária Ipiranga	28.639,00	801.440,00	4%
9	11	Positivo Inf	(7.709,08)	543.800,00	-1%
10	5	Ipiranga Dis	(8.531,08)	957.883,00	-1%
11	14	Tupy	(31.663,90)	841.726,00	-4%
12	13	Gerdau Met	(136.543,10)	5.460.301,00	-3%
13	8	Gerdau	(277.427,84)	13.135.136,00	-2%
14	4	Copel	(372.751,56)	8.146.432,00	-5%
15	1	Vivo	(1.187.343,97)	8.395.206,00	-14%

Tabela 05: *Ranking* criado EVA Região Sul

Na região Centro-Oeste, 3 empresas mudaram seu posicionamento e houve agregação de valores aos capitais. A Eletrobrás foi a que mais destruiu valor, -11% do seu capital investido. A CEB superou as demais empresas no percentual de agregação de valor pelo fato de sua incorporação de capital está diretamente ligado ao valor agregado ao seu capital. Isso ocasiona uma maior destruição de valor na região.

REGIÃO CENTRO-OESTE					
RANKING EVA® CRIADO	NOVA ORDEM	Empresa	EVA®	INVESTIMENTO TOTAL	RELAÇÃO DO EVA® / INVESTIMENTO TOTAL
1	1	Brasil Telec	105.349,20	8.850.015,00	1%
2	3	Cemat	84.270,66	1.726.428,00	5%
3	4	CEB	33.580,31	296.757,00	11%
4	2	Eletrobras	(9.690.292,89)	88.650.924,00	-11%

Tabela 06: *Ranking* criado EVA Região Centro-Oeste.

Na região Norte/Nordeste apenas 2 empresas apresentaram destruição de valor enquanto as demais empresas, demonstraram agregação de valor. Assim as empresas demonstraram um crescimento no patrimônio das empresas. A Coelba foi quem mais agregou no seu investimento, em torno de 25%, enquanto a empresa Dias Branco teve apenas 1% de agregação de valor. No posicionamento, de todas as alterações, a que mais se destaca é a primeira colocada no *ranking*, pela nova ordem, passou para a última posição no *ranking* atual. Apenas a Grendene permaneceu na mesma posição. A seguir são apresentados esses resultados:

REGIÃO NORTE / NORDESTE					
RANKING EVA® CRIADO	NOVA ORDEM	Empresa	EVA®	INVESTIMENTO TOTAL	RELAÇÃO DO EVA® / INVESTIMENTO TOTAL
1	2	Coelba	651.073,87	2.583.982,00	25%
2	5	Cemar	175.219,42	1.012.342,00	17%
3	6	Cosern	127.722,59	752.821,00	17%
4	4	Grendene	37.870,17	1.300.654,00	3%
5	3	Dias Branco	10.362,08	1.471.920,00	1%
6	7	Amazonia Celular	10.130,61	273.666,00	4%
7	8	Guararapes	(16.133,84)	1.269.234,00	-1%
8	1	Braskem	(451.403,10)	10.632.769,00	-4%

Tabela 07: *Ranking* criado do EVA Região Norte/Nordeste.

Ainda como resultado dessa pesquisa, pode ser ressaltado que no *ranking* EVA® apenas 3 empresas não sofreram alteração no seu posicionamento, apesar de não terem uma agregação significativa de valor em seus, respectivos, capitais.

Outro ponto que não pode deixar de ser abordado é a questão da relação das variáveis que constroem ou destroem valor estarem diretamente ligadas com o indicador EVA® analisado. Isso explica que quando os coeficientes oscilam de acordo com a estratégia financeira de cada empresa através do custo de oportunidade, pode acarretar construção ou destruição de valor.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo científico em questão aplicou os preceitos da gestão de valor nas 27 empresas listadas na Revista Exame de 2008, no período de 2007, utilizando-se do recurso estatístico como a análise discriminante para validar o indicador utilizado na análise e, através do mesmo, avaliar se essas empresas criaram ou destruíram valor.

O problema de pesquisa pode ser considerado como respondido, uma vez que foi possível fazer a elaboração do *ranking* do EVA® e avaliar a gestão de valor das empresas com um grau de assertividade de 85,20%. Tomamos como exemplo o *ranking* nova ordem da Região Sul e Norte/Nordeste, onde houve uma mudança significativa no posicionamento do *ranking* EVA apresentado. Empresas que ocuparam o 1ª lugar no *ranking* nova ordem passaram a ocupar a última colocação no *ranking* atual.

Isso quer dizer que o EVA® não visa substituir os indicadores tradicionais, mas contribuir para um melhor entendimento do papel de cada investimento dentro do planejamento econômico-financeiro das empresas. Não poderia deixar de explicitar que o modelo de análise discriminante é significativo.

A análise possibilitou constatar a atribuição de pesos e centróides nos indicadores que são mais relevantes para determinar a criação ou destruição de valor nas empresas listadas pela Revista Exame de 2008. O indicador Resultado Operacional Líquido foi o que mais contribuiu para definir as empresas que criaram valor, enquanto que os indicadores Custo de Capital Próprio e Despesas Financeiras Líquidas foram as que mais influenciaram na destruição de valor das empresas.

Os resultados apresentados remetem ao fato de que a gestão de valor EVA® das 27 empresas listadas na Revista Exame de 2008 referentes ao período de 2007, através da análise discriminante para a validação do indicador, é de suma importância para que se obtenham respostas precisas e uma avaliação mais detalhada, o que significa que a técnica estatística utilizada é imprescindível na gestão de valor das empresas, possibilitando, assim, prever o futuro das empresas através dos seus indicadores.

Como limitação da pesquisa, é importante enfatizar que o modelo EVA® estudado,

pode ser abordado em outras empresas, porém os resultados aqui apresentados podem não ser os mesmos em outros contextos, devido a instabilidade econômica e a diversidade de valores.

Recomendamos como sugestão para trabalhos futuros um estudo do EVA® em todas as empresas que atuam no Brasil conforme as técnicas do Prof. Americano Aswath Damodaran, aplicando o software DEA que mede a eficiência de cada empresa.

6. REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Custo de Capital e Criação de Valor**. In: ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 2ª São Paulo: Atlas, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Gestão Baseada no Valor**. In: ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 2ª São Paulo: Atlas, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Medidas de Criação de Valor**. In: ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 2ª São Paulo: Atlas, 2005.

ECONOMÁTICA. **Tools for investment analysis**. Disponível em: <<http://www.economica.com.br>>. Acesso em: 11 abr. 2009.

FARIA, Saliza Rodrigues de. **Proposição de Modelo de Análise Discriminante para Avaliação de Desempenho de Empresas de Sucesso e Fracasso do Setor de Indústrias Manufatureiras**. Universidade Católica de Brasília - UCB. Disponível em:

<http://moodle.catholicavirtual.br/f.php?file=/1040/moddata/forum/2953/30754/Proposicao_de_Modelo_de_Analise_Discriminante.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2009.

MARTINS, Eliseu et al. Custo de Oportunidade, Custo de Capital, Juros sobre o Capital Próprio, EVA® e MVA. In: MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica: FIPECAFI**. 1º São Paulo: Atlas, 2001. Cap. 4, p. 186-259.

MOROZOWSKI FILHO, Marciano; SILVEIRA, Fabíola Sena Vieira. **PLANEJAMENTO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS DE ENERGIA ELÉTRICA: UMA ABORDAGEM ADEQUADA AO AMBIENTE COMPETITIVO**. Universidade Federal de Santa Catarina Departamento de Engenharia Elétrica Laboratório de Planejamento de Sistemas de Energia Elétrica - Labplan Florianópolis – Santa Catarina - Brasil. Disponível em: <<http://www.nuca.ie.ufrj.br/livro/estudos/silveirapeco.doc>>. Acesso em: 11 abr. 2009.

NEVES JÚNIOR, Idalberto J. das; FARIA, Saliza Rodrigues de. **Proposição de Modelo de Análise Discriminante para Avaliação de Desempenho de Empresas de Sucesso e Fracasso do Setor de Indústrias Manufatureiras**. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/artigos07/1268_Proposicao%20de%20Modelo.pdf>. Acesso em 11 abr. 2009.

REVISTA EXAME. **Exame Maiores e Melhores 2008: As 500 Maiores Empresas do País**. São Paulo: Abril, v. 35, 01 jul. 2008. Disponível em: <www.exame.com.br>. Acesso em: 12 jan. 2009.

ROCHA, Joséilton Silveira da. **Utilizando o indicador econômico EVA® – Economic Value Added, para auxiliar na gestão organizacional**. Universidade Federal da Bahia. 2001. Disponível em: <<http://www.contabeis.ufba.br/materialprofessores/JSROCHA/PAGINA/UTILIZANDO%20O%20INDICADOR%20ECON%20MICO%20EVA%20ECONOMIC%20VALUE%20ADDE%20.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2009.

SAURIN, Valter; MUSSI, Clarissa Carneiro; CORDIOLI, Luis Alberto. **Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA®**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, V. 1, nº 11, 1º Trim./2000.

Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C11-ART03.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2009.

SILVA, Alexsandro Rodrigues da. **Avaliação de desempenho das principais cooperativas de crédito baseada em criação de valor econômico**. Um estudo de caso no DF. Bacharelado em Ciências Contábeis do 1º semestre de 2004 da UCB. Disponível em: <<http://www.contabeis.ucb.br/sites/000/96/00000174.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2009.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2000

YIN, Robert. **Case study reserarch: Design and Methods**. Newbury Part: Sage Publications, 1989