

O USO DE MODELOS BASEADOS EM VALOR NO BRASIL

Wilson Toshiro Nakamura

Resumo:

O uso de modelos baseados em valor para fins de avaliação de desempenho gerencial tende a crescer cada vez mais no Brasil, haja vista o que vem acontecendo nos países mais desenvolvidos. Neste trabalho, desenvolvemos uma pesquisa sobre o uso efetivo ou intenção de uso desses modelos junto a uma amostra de executivos financeiros de empresas predominantemente de grande porte. Os resultados sugerem que já há um bom conhecimento de tais modelos por parte dos executivos financeiros das empresas, sendo grande o potencial de uso, embora sejam reconhecidas algumas dificuldades operacionais para uma bem sucedida implantação como, por exemplo, a falta de um bom sistema de informações contábeis e financeiras. Os principais benefícios advindos do uso desses modelos são: adoção de uma visão de longo prazo e a consideração explícita do custo do capital empregado.

Palavras-chave:

Área temática: *A Medição de Desempenho Gerencial*

O USO DE MODELOS BASEADOS EM VALOR NO BRASIL

Wilson Toshio Nakamura, Doutor em Administração pela FEA-USP
Universidade Presbiteriana Mackenzie
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas
Rua da Consolação, 896 – 6º. andar
01302-907 – São Paulo – SP
wtnakamura@uol.com.br
Professor em tempo integral

Área temática: A Medição de Desempenho Gerencial

O USO DE MODELOS BASEADOS EM VALOR NO BRASIL

Área temática: A Medição de Desempenho Gerencial

Resumo

O uso de modelos baseados em valor para fins de avaliação de desempenho gerencial tende a crescer cada vez mais no Brasil, haja vista o que vem acontecendo nos países mais desenvolvidos. Neste trabalho, desenvolvemos uma pesquisa sobre o uso efetivo ou intenção de uso desses modelos junto a uma amostra de executivos financeiros de empresas predominantemente de grande porte. Os resultados sugerem que já há um bom conhecimento de tais modelos por parte dos executivos financeiros das empresas, sendo grande o potencial de uso, embora sejam reconhecidas algumas dificuldades operacionais para uma bem sucedida implantação como, por exemplo, a falta de um bom sistema de informações contábeis e financeiras. Os principais benefícios advindos do uso desses modelos são: adoção de uma visão de longo prazo e a consideração explícita do custo do capital empregado.

1. Introdução

Durante muito tempo as empresas utilizaram basicamente modelos financeiros de avaliação de desempenho baseados em critérios contábeis. Os relatórios gerenciais eram constituídos de demonstrações de resultado, balanços patrimoniais e outras peças contábeis tratadas de acordo com as necessidades gerenciais de cada empresa específica.

Os critérios contábeis normalmente usados pelas empresas seguiam com maior ou menor rigor os denominados princípios contábeis geralmente aceitos, além de outras regras estabelecidas no âmbito da categoria dos contadores.

Mais recentemente surgiram novos modelos que se baseiam menos em critérios contábeis e mais nos principais fundamentos de finanças. Esses modelos procuram levar em conta os conceitos de fluxo de caixa descontado e risco e retorno, dentre outros, que fazem parte da teoria financeira moderna conforme abordado, por exemplo, por Brealey e Myers (2000).

O objetivo do nosso estudo consistiu principalmente em verificar no mundo empresarial o que os executivos financeiros pensam acerca dos modelos financeiros baseados em criação de valor. Nossa maior preocupação reside em verificar se as empresas planejam fazer uso de algum modelo financeiro moderno – se é que já não utilizam algum – e ao mesmo tempo verificar o quanto eles conhecem desses modelos e percebem as suas virtudes. Verificaremos ainda que dificuldades técnicas e práticas são percebidas ou foram experimentadas pelas empresas de uma forma geral. Conforme se sabe, não é uma tarefa simples e rápida a

implantação de qualquer um desses modelos, principalmente quando se deseja refinar tecnicamente a aplicação prática de conceitos modernos de finanças.

2. Referencial teórico

2.1. *Economic value added* - EVA®

Antes de falarmos mais diretamente da medida de desempenho financeiro denominada *economic value added* – EVA, convém discutirmos os conceitos de lucro residual ou econômico.

De acordo com os princípios contábeis, lucro contábil é uma medida do acréscimo patrimonial que está baseado no denominado regime de competência, conforme discutimos anteriormente. Lucro econômico, por sua vez, diferencia-se do lucro contábil porque leva em conta o custo de todo o capital usado pela empresa, de terceiros e próprio.

Portanto, a grande diferença entre esses dois conceitos de lucro está no fato de que o lucro econômico leva em conta o custo de oportunidade dos fundos usados pela empresa, considerando que eles poderiam estar sendo investidos em outra empresa de risco similar. A contabilidade não reconhece o custo do capital próprio, que está relacionado a dividendos pagos e a ganhos de capital.

O lucro econômico é também denominado de lucro residual e é dado por:

$$\text{Lucro econômico} = \text{NOPAT} - \text{Custo por todo capital usado}$$

NOPAT é a sigla em inglês de lucro operacional líquido após imposto de renda e corresponde ao lucro gerado sobre as operações da empresa, que, portanto, independe da política de estrutura de capital da empresa, ou seja, do fato da empresa trabalhar com pouca ou muita dívida.

É interessante considerar que o lucro econômico (ou residual) é consistente com o conceito de fluxos de caixa livres. É facilmente demonstrável que o valor presente dos fluxos de caixa livres estimados para o futuro (de uma empresa) é igual à soma do capital investido na empresa com o valor presente dos lucros residuais também estimados para o futuro, sendo que esses lucros residuais levam em conta a depreciação lançada como despesa a cada período. Portanto, temos que:

$$\text{Valor da empresa} = \text{VP dos FCLs futuros} = \text{Capital investido} + \text{VP dos lucros residuais futuros}$$

A avaliação do desempenho da empresa com base nos lucros residuais permite uma melhor análise do que os fluxos de caixa livres na medida em que esses últimos são influenciados pelos investimentos feitos pela empresa ao longo do tempo.

A medida mais popular de lucro residual é o *economic value added* – EVA, termo este que foi registrado pela empresa de consultoria americana chamada Stern Stewart & Co.. O EVA não envolve nenhum conceito adicional além daqueles que já discutimos em relação ao lucro residual. No entanto, a Stern Stewart tem se notabilizado por implantar um modelo de gestão em diversas empresas de todo o mundo, que envolve além da aplicação do conceito de lucro residual uma série de medidas a serem tomadas pela administração da empresa a fim de conformar o máximo possível o EVA com outra medida de criação de valor para o acionista, denominado *market value added* – MVA. MVA corresponde, de acordo com a filosofia da Stern Stewart o valor presente de EVAs esperados para o futuro. Explicando de outra forma, MVA corresponde ao acréscimo de valor obtido pela empresa ao longo tempo sobre o capital investido originalmente investido pelos acionistas, levando em conta logicamente preços de mercado do capital próprio da empresa, e não valores contábeis.

De acordo com Stewart (1990), dentre as medidas envolvidas na implantação de um modelo de gestão baseada em EVA, temos os ajustes que são efetuados no sentido de converter os EVAs calculados pela empresa mais de acordo com o verdadeiro processo de criação de riqueza desenvolvido pela empresa. Isto tende a implicar na reclassificação de algumas despesas para o ativo, como é o caso muitas vezes de alguns gastos com pesquisa e desenvolvimento.

Outro aspecto fundamental na implantação do modelo de gestão baseado em EVA, de acordo com Stewart e Young e O'Byrne (2001), é a inclusão de um sistema de remuneração dos executivos ou de todos os empregados da empresa atrelado à geração de EVA ao longo do tempo.

Segundo Bown (1999), um dos grandes benefícios gerados pelo uso do EVA é a uniformidade de objetivo que ele gera, criando uma clara comunicação em termos financeiros dentro da organização. Uma empresa que utiliza-se do EVA em sua plenitude, torna-o a única referência fundamental para fins de avaliação de investimentos, aquisição de empresas e tomada de decisões financeiras de uma forma geral.

É interessante ainda considerar que o EVA pode vir a ser adotado conjuntamente com o custeio baseado em atividades (ABC, de *activity based costing*, em inglês) num único modelo de gestão corporativo. Enquanto que o ABC está mais voltado para a gestão de custos da empresa, principalmente em casos em que a empresa possui uma atividade produtiva complexa, o EVA está principalmente voltado para a otimização do uso de capital empregado e para a identificação de negócios com alta lucratividade. Cooper e Slagmulder (1999) e Roztocki e Needy (1999) abordam essa questão.

De forma parecida com o que nós vimos antes, o cálculo de EVA é dado por:

$$EVA = NOPAT - k \times CAPITAL$$

onde

$NOPAT$ = Lucro operacional da empresa depois dos impostos e antes dos custos de financiamento.

k = Custo de capital médio ponderado da empresa.

$CAPITAL$ = Caixa total investido na empresa ao longo de sua vida, líquido de depreciação.

Alternativamente, EVA pode ser expresso como

$$EVA = r \times CAPITAL - k \times CAPITAL$$

onde r é o retorno sobre o capital da empresa, computado conforme segue:

$$r = \frac{NOPAT}{CAPITAL}$$

Martin e Petty (2000) sugerem uma forma expandida para a expressão acima:

$$r = \frac{NOPBT}{Vendas} \times \frac{Vendas}{CAPITAL} \times \left(1 - \frac{Im\ postos\ pagos}{NOPBT} \right)$$

onde NOPBT é o lucro operacional líquido antes de impostos da empresa.

Esta última expressão é similar à conhecida fórmula DuPont e permite uma análise mais rica do retorno sobre o capital da empresa em termos de margem de lucro versus giro.

2.2. Cash flow return on investment e cash value added

Cash flow return on investment e cash value added são dois conceitos que vêm sendo divulgados pela Boston Consulting Group (BCG) e pela HOLT Value Associates.

O conceito de cash flow return on investment – CFROI, ao contrário do EVA, baseia-se em valores de fluxo de caixa. Enquanto que o EVA é um resultado expresso em termos monetários, o CFROI é um resultado em termos de taxa de retorno. Por sua vez, cash value added – CVA é também um resultado expresso em termos monetários, semelhante ao EVA. Discorreremos a seguir sobre as idéias conceituais por trás do cálculo do CFROI.

A medida que interessa é o que é chamado pela BCG de *total shareholder return* (TSR) que está relacionado ao retorno total obtido pelo acionista ao longo do tempo e que está relacionado a ganhos de capital e a dividendos recebidos. No entanto, diante da dificuldade de se utilizar o TSR como uma medida de desempenho gerencial, utiliza-se uma outra medida denominada *total business return* (TBR), que funciona como uma *proxy* do TSR mais fácil de ser acompanhada gerencialmente. TBR é uma medida muito parecida com outros métodos de administração baseada em valor (avaliação de fluxos de caixa livres e *economic value added*).

Em termos de retorno de um período o cálculo do TBR é dado por:

$$TBR = \left(\frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{\text{Valor inicial}} \right) + \left(\frac{\text{Valor final} - \text{Valor inicial}}{\text{Valor inicial}} \right)$$

onde fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa residual depois de considerar os investimentos líquidos em capital de giro e em ativos fixos. Valores inicial e final são estimativas dos valores de mercado da empresa ou da unidade de negócio no início e no fim do período.

Considerando períodos múltiplos, o cálculo do TBR é dado por:

$$\begin{aligned} \text{Valor de mercado inicial} &= \frac{\text{FCL do ano 1}}{1 + TBR_1} + \frac{\text{FCL do ano 2}}{1 + TBR_2} + \dots \\ &+ \frac{\text{FCL do ano N}}{1 + TBR_N} + \frac{\text{Valor final no ano N}}{1 + TBR_N} \end{aligned}$$

A busca da maximização do TBR envolve a consideração de alguns *drivers* fundamentais, a saber: rentabilidade (medido pelo retorno sobre capital investido), crescimento em novos investimentos e geração de fluxos de caixa livres.

Para calcular o TBR, a BCG utiliza-se de uma abordagem denominada *spot valuation model*, que leva em conta que o retorno sobre investimento e suas taxas de crescimento convergem ao longo do tempo em direção a uma média nacional. Isto se deve ao fato de que o próprio processo de competição elimina ao longo do tempo retornos acima da média, enquanto que negócios com retornos abaixo da média são reestruturados a fim de conseguir ficar na média, ou são descontinuados.

Portanto, o TBR incorpora os retornos (CFROIs) tanto sobre os ativos existentes, quanto sobre os ativos adicionados a fim de capturar a ligação entre a performance da empresa e os retornos dos acionistas. Ao mesmo tempo, certas empresas preferem acompanhar e analisar os CFROIs apenas dos ativos existentes, a fim de avaliar o desempenho corrente efetivo da administração.

A BCG define CFROI como “o fluxo de caixa sustentável que um negócio gera em um dado ano como uma porcentagem do caixa investido nos ativos da empresa.”

Ainda de acordo com a BCG, três vantagens primárias do CFROI são: (1) converte lucros contábeis em fluxos de caixa; (2) trata com o caixa total investidos em um negócio ao invés de valores contábeis líquidos de depreciação; e (3) reconhece o tempo de vida pelo qual os ativos produzirão fluxos de caixa.

O cálculo do CFROI envolve cinco etapas: (1) estimar a vida econômica média dos ativos da empresa; (2) Computar os fluxos de caixa anuais brutos ajustados pela inflação esperados serem recebidos ao longo da vida dos ativos da empresa; (3) calcular o investimento bruto total ajustado pela inflação; (4) projetar o valor terminal ajustado pela inflação da empresa; e (5)

determinar o CFROI por um de dois métodos: multiperíodos ou período único.

Uma vez calculado o CFROI da empresa, este seria comparado com o custo de capital real (não nominal) da empresa ou com a taxa de referência da indústria em que a empresa atua ou de um grupo de semelhantes. Ao invés do *capital asset pricing model* (CAPM) de Sharpe (1964), a BCG determina a taxa de referência baseada no CFROI, nas taxas de crescimento sustentável dos ativos, e nos preços correntes de mercado de aproximadamente 300 empresas que fazem parte do índice S&P 400.

O cálculo do CFROI na abordagem de multiperíodos é análogo ao da taxa interna de retorno de um projeto de investimento único. No caso de uma empresa, é assumido que ela é um conjunto de projetos de investimentos, de tal forma que o CFROI vai corresponder à taxa interna de retorno considerando múltiplos períodos com fluxos de caixa fixos e um valor terminal na data final que corresponde a ativos monetários líquidos, estoques e ativos fixos não depreciáveis. Algebricamente temos:

$$\text{Investimento bruto da empresa} = \frac{\text{Fluxo de caixa ano 1}}{1 + \text{CFROI}} + \frac{\text{Fluxo de caixa ano 2}}{1 + \text{CFROI}} + \dots + \frac{\text{Fluxo de caixa ano N}}{1 + \text{CFROI}} + \frac{\text{Valor terminal}}{1 + \text{CFROI}}$$

O cálculo do CFROI baseado em fluxos de caixa fixos leva em conta a suposição de que a empresa estará gerando os mesmos fluxos de caixa correntes ao longo da vida média dos ativos. Isto se deve ao fato de que o que interessa é o desempenho corrente.

Além disso, há que se considerar que os valores de fluxos de caixa utilizados são deflacionados, de tal forma que o CFROI calculado corresponde a uma taxa de retorno ajustada pelo efeito da inflação.

A outra abordagem para cálculo do CFROI, abordagem de período único, calcula o CFROI conforme segue:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Fluxos de caixa sustentáveis}}{\text{Investimento bruto corrente}}$$

onde fluxo de caixa sustentável é o fluxo de caixa bruto operacional da empresa menos um *sinking fund* de depreciação.

O que fundamentalmente diferencia este cálculo do anterior é que neste último caso não são levados em conta os ativos não depreciáveis, e o investimento de reposição é subtraído dos fluxos de caixa brutos na forma de um fundo de depreciação (*sinking fund*). Este *sinking fund* de depreciação é calculado de tal forma que capitalizado por uma certa taxa de reinvestimento gera os recursos necessários para a reposição plena dos ativos depreciáveis ao fim de sua vida.

Esta abordagem de período único tem como principal vantagem o fato de contornar os problemas advindos de se ter fluxos de caixa negativos ao longo do tempo, impossibilitando matematicamente o cálculo do CFROI através de um algoritmo de taxa interna de retorno.

Para a obtenção de todos os números necessários para o cálculo do CFROI – investimento bruto, fluxos de caixa brutos anuais, montante de ativos não depreciáveis e vida antecipada dos ativos – devem ser realizados uma série de ajustes sobre os números obtidos a partir das demonstrações financeiras.

No que se refere ao investimento bruto corrente, os ajustes feitos tratam principalmente de converter o valor de investimento em base de caixa e atualizados de acordo com a inflação passada. No que se refere aos fluxos de caixa brutos correntes, também os principais ajustes estão relacionados a transformar resultados contábeis em fluxos de caixa, além de neutralizar o efeito de decisões de investimento e levar em conta perdas e ganhos decorrentes da exposição à inflação.

Em relação à vida dos ativos, podemos estimá-la, em anos, da seguinte forma:

$$\text{Vida dos ativos em anos} = \frac{\text{Construções e equipamentos brutos}}{\text{Despesa de depreciação anual}}$$

Neste cálculo está subentendido que a despesa de depreciação lançada anualmente cobre exatamente todo o período de vida útil dos bens imobilizados.

A BCG criou ainda uma medida de lucro econômico denominado de *cash value added* (CVA), que se compara ao EVA da Stern Stewart. A diferença fundamental é que o CVA é baseado em fluxos de caixa e não em lucros.

O CVA é calculado conforme segue:

$$\text{CVA} = \text{Fluxos de caixa operacionais} - \text{Sinking fund de depreciação} - \text{Custo de capital sobre investimento}$$

O custo de capital sobre investimento bruto considerado nesse cálculo é igual ao considerado no cálculo do EVA de uma empresa. Denominamos anteriormente o resultado da conta dos dois primeiros termos do lado direito da equação acima de fluxos de caixa sustentáveis.

Uma discussão teórica mais completa sobre a abordagem do CFROI pode ser obtida em Madden (1999), onde é apresentado um exemplo detalhado de aplicação num caso prático.

2.3. Análise comparativa do EVA versus CFROI/CVA

Discutimos nesta seção dois métodos alternativos para se medir o desempenho de uma empresa ou de uma unidade de negócio dentro do contexto de uma administração baseada em valor: EVA, divulgado pela Stern Stewart e CFROI/CVA divulgado pela BCG e HOLT.

Do ponto de vista conceitual, o critério da BCG/HOLT é superior do da Stern Stewart por levar em conta explicitamente fluxos de caixa tanto no que se refere aos investimentos brutos quanto no que se refere aos resultados gerados.

Em que pese a superioridade conceitual, o método da BCG/HOLT tende a ser mais difícil de ser implantado na prática principalmente se levarmos em conta a necessidade de se estimar o tempo de vida médio dos projetos correntes da empresa, bem como o valor em termos de fluxo de caixa dos seus resultados.

Embora o EVA de alguma forma se submeta a muitas das restrições do CFROI/CVA, tende a ser mais fácil de ser calculado e está mais de acordo com a intuição normal das pessoas que atuam nas empresas. Conforme Nakamura (2000) e Jackson, Mauboussin e Wolf (1999), dentre outros trabalhos, é possível provar que o conceito de EVA é, sob certas condições, perfeitamente compatível com os fundamentos de fluxos de caixa descontados que reconhecem que o valor da empresa corresponde ao valor presente dos seus fluxos de caixa livres mais o valor presente de um valor terminal.

Em termos de ajustes, embora ambos os métodos envolvam muitos ajustes para a obtenção das medidas desejadas, cremos que o CFROI/CVA tende a ser mais trabalhoso de ser calculado, por algumas razões já colocadas e também porque o CFROI/CVA leva em conta efeitos da inflação sobre os valores lançados contabilmente e convertidos em termos de caixa. Conforme explicado anteriormente, o CFROI é uma medida de retorno ajustada aos efeitos inflacionários, ou seja, corresponde a uma taxa de retorno real e não nominal.

De toda forma, temos que reconhecer que algumas pesquisas já realizadas, como por exemplo, Stanley e Block (1984) indicam que os gerentes de uma forma geral, que tomam decisões de investimento nas empresas, preferem fazer suas escolhas com base em taxas de retorno ao invés de em valores monetários. Estendendo essa preferência também para o caso de avaliação do desempenho corrente da empresa, é de se supor que os gerentes em geral tendem a preferir analisar o desempenho da empresa ou de suas unidades de negócio comparando uma única taxa de retorno com alguma taxa de referência, tal como é feito no caso do TBR e do próprio CFROI.

Um estudo fundamental e que ainda não se mostra totalmente conclusivo é aquele que trata de correlacionar em diferentes períodos e circunstâncias as medidas de desempenho financeiro com a taxa de variação de valor da empresa ou do capital próprio. Logicamente, se algum dia conseguir-se concluir inequivocamente que uma medida, aplicada corretamente, é superior à outra em termos de indicação do sentido e da magnitude de criação de valor das empresas, tal medida tenderá a prevalecer no mercado em detrimento de outras.

3. Resultados da pesquisa

Nossa pesquisa de campo foi realizada através da aplicação de um questionário para 31 pessoas que ocupam cargos relevantes na área financeira em empresas de diferentes setores de atividade econômica.

O questionário aplicado está colocado como anexo de nosso relatório e contém diferentes questões que abordam: os benefícios advindos do uso

de modelos de valor, dificuldades de implantação, modelos de valor conhecidos, uso corrente ou planos de implantação, dentre outros aspectos que consideramos relevante em relação a tais modelos que se tornaram um dos temas mais importantes no campo das finanças corporativas.

Fazem parte de nossa amostra empresas de diferentes setores econômicos, abrangendo empresas industriais e prestadoras de serviço principalmente, mas também algumas das mais importantes instituições financeiras. A maioria das empresas que fez parte da pesquisa é considerada de grande porte, estando a grande maioria delas enquadradas dentre aquelas com forte potencial para utilizar modelos financeiros mais sofisticados, como esses que tratamos em nossa pesquisa.

Conforme observamos na Tabela 1, a maioria das empresas adotam como objetivo fundamental da empresa do ponto de vista financeiro a maximização do valor da riqueza dos proprietários (acionistas ou cotistas). 64,5% dos respondentes apontaram esse como sendo o objetivo perseguido pelos administradores de sua empresa, o que é coerente com a teoria financeira moderna.

De acordo com a teoria vigente, os administradores da empresa estarão agindo de acordo com o que efetivamente interessa aos seus proprietários na medida em que tomarem decisões que maximizem a sua riqueza. O incremento de riqueza ao longo do tempo está refletido na valorização das ações no mercado, logicamente no caso de empresas que têm suas negociadas publicamente, seja em bolsa seja em mercado de balcão.

Empresas que estão voltadas para a maximização de lucros contábeis no curto prazo naturalmente não se utilizam de modelos financeiros baseados em valor e além disso tendem a agir numa perspectiva de curto prazo, o que não condiz com os principais ensinamentos da literatura de estratégia empresarial e de finanças estratégicas modernas.

Tabela 1 – Objetivos financeiros das empresas

	Frequência	Percentual
Maximização do lucro contábil no curto prazo	4	12.9%
Maximização do valor da riqueza dos proprietários	20	64.5%
Crescimento das vendas	3	9.7%
Crescimento dos lucros	3	9.7%
Outros	1	3.2%
Total	31	100.0%

Abordando as medidas financeiras mais conhecidas no mercado (vide Tabela 2), identificamos junto ao grupo de respondentes um alto índice de conhecimento dessas principais medidas, especialmente o EVA, que vem sendo tratado faz algum tempo na literatura especializada, em revistas de administração e mesmo em jornais e revistas de negócios de ampla circulação. Alguns seminários e cursos vêm sendo desenvolvidos no Brasil abordando o EVA, o que também tem contribuído para que tal medida tenha se tornado relativamente bem conhecida no âmbito empresarial.

Tabela 2 - Medidas financeiras conhecidas

	Frequência	Percentual
Economic value added	28	90.3%
CFROI / Cash value added	23	74.2%
Shareholder value added	22	71.0%
Economic profit	19	61.3%
Outros	8	25.8%

Talvez seja oportuno neste ponto destacar que o uso do EVA ou de quaisquer outra medida de criação de valor implica em uma grande mudança cultural da empresa, principalmente de seus gerentes e diretores, que devem passar a tomar decisões e analisar alternativas de negócios e projetos à luz dessas medidas financeiras. Particularmente a Stern Stewart tem pregado a idéia de que é necessário criar todo um novo modelo de gestão para a companhia a fim de que o uso de uma medida de criação de valor tenha eficácia, do ponto de vista de conduzir a empresa para a máxima geração possível de valor econômico, dadas as suas limitações naturais.

Além do EVA, outras medidas bastante conhecidas são justamente o CFROI/CVA, o SVA (*shareholder value added*) e o EP (*economic profit*), talvez principalmente o CFROI/CVA, que foi especialmente tratado na parte teórica do nosso trabalho.

O uso de modelos financeiros de valor logicamente decorre da percepção de certos benefícios que podem ser gerados a partir deles. De acordo com a nossa pesquisa e conforme mostrado na Tabela 3, os dois principais benefícios advindos do uso de tais modelos são: visão de longo prazo e consideração explícita do custo de capital empregado. Realmente esses dois aspectos são aqueles que talvez mais têm sido destacados como importantes no sentido de resolver certas limitações das demonstrações financeiras tradicionais, a saber: estarem muito voltadas para o tempo corrente e para o curto prazo, e não levarem em conta especificamente o custo de capital próprio das empresas que conforme se sabe, pela teoria financeira moderna, são normalmente mais importantes e de maior magnitude do que o custo de capital de terceiros, mesmo no caso de empresas que não têm ações negociadas no mercado.

Mais adiante estaremos discutindo um pouco mais a questão da dificuldade de se estimar o custo de capital da empresa para fins de uso nessas medidas modernas. Por ora, é importante destacar que alguma medida corrente de avaliação de desempenho gerencial não pode ignorar o custo do capital empregado pela companhia, correndo o risco de não expressar corretamente a capacidade da empresa em gerar valor sobre o capital investido principalmente pelos acionistas.

Em relação às dificuldades de implantação de um modelo financeiro de valor três aspectos foram destacados em nossa pesquisa, a saber: (1) falta de um bom sistema de informações contábeis e financeiras, (2) estimação do custo do capital empregado, e (3) conhecimento restrito de conceitos financeiros (vide Tabela 4).

Tabela 3 – Benefícios dos modelos de valor

	Concordo muito pouco	Concordo pouco	Concordo bastante	Não concordo	Total
Visão de longo prazo	0.0%	23.3%	73.3%	3.3%	100.0%
Foco numa única medida fundamental de resultado	6.7%	50.0%	20.0%	23.3%	100.0%
Consideração explícita do custo de capital empregado	3.3%	16.7%	73.3%	6.7%	100.0%
São consistentes com fluxo de caixa descontado	6.7%	30.0%	56.7%	6.7%	100.0%

Tabela 4 - Dificuldades de implantação

	Freqüência	Percentual
Falta de um bom sistema de informações contábeis e financeiras	15	48.4%
Estimação do custo do capital empregado	14	45.2%
Conhecimento restrito de conceitos financeiros	14	45.2%
Existência de outras prioridades	6	19.4%
Outros	4	12.9%

O uso de modelos financeiros de valor exige que a empresa tenha um sistema de informações contábeis e financeiras maduro, ou seja, bem organizado, de acordo com uma tecnologia de informática adequada e suficientemente flexível para gerar os mais diferentes tipos de informações. Os resultados de nossa pesquisa em relação a essa questão parecem indicar que os executivos tendem a considerar um fator importante no processo de implantação de um modelo de valor o estágio de desenvolvimento dos seus sistemas de informações contábeis e financeiras.

No Brasil, pequenas e médias empresas provavelmente ainda não atingiram um estágio satisfatório em termos de evolução de seus sistemas de informação gerenciais. Mesmo algumas, ou talvez muitas grandes empresas ainda carecem de um sistema de informações corporativo que satisfaça plenamente as necessidades informacionais de seu corpo diretivo.

Por exemplo, ainda não é tão comum assim as empresas possuírem um balanço patrimonial bem definido para cada uma de suas unidades de negócio que fazem parte da empresa como um todo. Outra questão ainda não muito bem resolvida está relacionada à distribuição de gastos comuns.

No caso de empresas de capital fechado, que não estão tão fortemente comprometidas em fornecer suas informações publicamente, algumas dessas empresas, embora não se possa generalizar, podem estar seguindo critérios diferentes da corrente predominante do mercado.

Em relação à estimação do custo do capital empregado, é sabido que em países como o Brasil existem dificuldades adicionais em se estimar corretamente tal custo.

Em primeiro lugar, há que se mencionar que muitas empresas no Brasil não têm ações publicamente negociadas e, além disso, são poucas as ações negociadas que possuem realmente uma grande liquidez e que, portanto, possuem preços de mercado em que se possa confiar de forma inequívoca. Em segundo lugar, no Brasil as empresas têm que computar um componente de risco chamado de *risco Brasil* e que não é muito facilmente estimado na prática. Em terceiro lugar, a relação entre risco e retorno dos ativos com risco e sem risco tendem a apresentar muitas vezes resultados anômalos, no Brasil, principalmente por conta dos problemas conhecidos da economia brasileira relacionados a desequilíbrios financeiros nas contas internas e externas, que têm como uma de suas mais importantes conseqüências um alto nível de taxa de juros básica da economia.

O terceiro aspecto destacado pelos respondentes de nossa pesquisa – conhecimento restrito de conceitos financeiros – de alguma forma sugere que no Brasil existe ainda uma deficiência de conhecimento de finanças por parte dos executivos das empresas, menos das áreas contábil e financeira, e mais de outras áreas, que estão submetidos a avaliações de desempenho gerencial com base em medidas financeiras.

No contexto de médias empresas, sem falar nas pequenas, também é muito possível que haja deficiência de formação em finanças inclusive por parte de executivos da área financeira, principalmente porque tópicos mais modernos do campo de finanças vêm sendo tratados em cursos de educação formal mais recentemente. Temas como precificação de ativos de capital, estrutura de capital e política de dividendos possuem versões teóricas modernas que com certeza não fizeram parte da formação de muita gente que atua no mercado.

A Tabela 5 aponta, as freqüências de respostas em relação a quem é beneficiado com a adoção de modelos de valor. A alternativa mais votada de forma inapelável é: proprietários, administradores e empregados. Ou seja, esse resultado sugere que os administradores, junto com os empregados das empresas são também beneficiados com o uso de um modelo de gestão baseado em valor, além logicamente dos proprietários. Tal resultado é significativo, principalmente se considerarmos que esses modelos foram criados visando beneficiar a empresa como um todo e principalmente os seus proprietários, através de aumento de riqueza. O reconhecimento de que administradores e empregados também são beneficiados logicamente favorecem ainda mais a adoção desses modelos. Cremos que as respostas foram dadas baseadas na suposição de que o uso de um modelo de criação de valor envolveria também um sistema de remuneração e compensação amplo e que premiaria a todos na organização diante da concretização de certas metas baseadas em criação de valor.

Tabela 5 - Beneficiados com a adoção dos modelos de valor

	Freqüência	Percentual
Somente os proprietários	0	0.0%
Proprietários e administradores	6	19.4%

Proprietários, administradores e empregados	25	80.6%
Total	31	100.0%

Em relação à Tabela 6, três afirmações em relação aos modelos de valor tiveram forte concordância dos respondentes: (1) melhoram a qualidade das decisões; (2) mudam as atitudes dos tomadores de decisão; e (3) tornam a empresa mais competitiva.

Tabela 6 – Grau de concordância em relação às seguintes frases

	Concordo muito pouco	Concordo pouco	Concordo bastante	Não concordo	Total
Os modelos de valor tornam a empresa mais competitiva	0.0%	25.8%	67.7%	6.5%	100.0%
Os modelos de valor são modismos	19.4%	22.6%	3.2%	54.8%	100.0%
Os modelos de valor serão intensamente utilizados	16.1%	35.5%	38.7%	9.7%	100.0%
Os modelos de valor envolvem um alto custo de implantação	19.4%	48.4%	9.7%	22.6%	100.0%
Os modelos de valor mudam as atitudes dos tomadores de decisão	0.0%	12.9%	87.1%	0.0%	100.0%
Os modelos de valor melhoram a qualidade das decisões	3.2%	0.0%	96.8%	0.0%	100.0%

Essas respostas indicam que os executivos da empresa tendem a tomar decisões mais acertadas, principalmente por disporem de um referencial de criação de valor único e objetivo. Além disso, é significativo o entendimento de que os modelos de valor mudam as atitudes dos tomadores de decisão, tendo um forte impacto na forma como os gestores encaram os negócios da empresa. A idéia de que os modelos de valor tornam a empresa mais competitiva sugere que empresas que usam tais modelos estão melhor aparelhadas do ponto de vista de gestão, possuindo uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes que não adotaram esses modelos. Tal vantagem se dissiparia na medida em que todos os concorrentes relevantes de um certo setor adotassem corretamente tais modelos, e nesse caso o grande beneficiado seria toda a sociedade.

A Tabela 7 indica, porém não de uma forma tão decisiva, que não é necessário contratar consultores externos para implantar tais modelos de criação de valor. De toda forma, é interessante mencionar que um processo de implantação de um desses modelos e que envolva uma forte mudança de atitudes dos gestores da empresa é uma tarefa das mais complexas e fatalmente envolveria o envolvimento de especialistas nessa área.

Tabela 7 – Necessidade de contratação de consultores externos

	Freqüência	Percentual
Sim	13	41.9%
Não	18	58.1%
Total	31	100.0%

Segundo a Tabela 8, 67,7% das empresas que participaram da pesquisa adotam algum modelo de valor, ou seja, praticamente dois terços. Infelizmente não pudemos captar nessa pesquisa se a implantação do modelo indicada pelos respondentes está relacionada ao mero cálculo de alguma medida de desempenho baseada em valor ou efetivamente envolve todo um projeto de reestruturação de gestão, envolvendo inclusive mudanças culturais, de sistemas de remuneração, etc.

Tabela 8 - Percentagem de empresas que implantaram algum modelo

	Freqüência	Percentual
Sim	21	67.7%
Não	10	32.3%
Total	31	100.0%

Dentre as empresas que ainda não adotaram nenhum modelo, 40% disseram que pretendem implantar alguma versão no curto prazo e 60% indicaram que não.

Finalmente, perguntamos em nosso questionário quais os aspectos mais importantes no processo de criação de valor de uma empresa, na visão dos respondentes e baseado numa lista previamente preparada. Conforme mostrado na Tabela 9, o aspecto que ficou em primeiro lugar, baseado num critério de ordenação, foi gestão focada na satisfação do cliente. Em segundo lugar, dois aspectos: visão de longo prazo e disseminação interna da cultura de criação de valor. E em terceiro lugar, estratégia de crescimento contínuo.

De acordo com esses resultados, quatro fatores impactam mais decisivamente no processo de criação de valor das empresas: satisfação do cliente, visão de longo prazo, cultura de criação de valor e estratégia de crescimento contínuo. O primeiro fator vai na linha do “criando valor para o cliente, criando valor para o acionista”. O segundo e quarto sugerem que a empresa tem que ter uma estratégia de longo prazo baseada em crescimento contínuo, sendo o crescimento um *driver* fundamental para a empresa atingir suas metas de criação de valor. E o terceiro diz respeito a algo de que já comentamos, segundo ao qual a implantação bem sucedida de um modelo de gestão baseada em valor envolve um forte trabalho de mudança de atitudes por parte dos gestores da companhia.

Tabela 9 - Classificação de aspectos mais importantes

	Ranking

Gestão focada na satisfação do cliente	1o.
Visão de longo prazo	2o.
Disseminação interna da cultura de criação de valor	3o.
Estratégia de crescimento contínuo	4o.
Melhoria contínua das estruturas internas	5o.
Investimentos focados nas competências essenciais	6o.
Investimentos em desenvolvimento dos recursos humanos	7o.
Estilo de liderança nos vários níveis da organização	8o.

É interessante destacar que três aspectos foram considerados na lista apresentada menos importantes: melhoria contínua das estruturas internas e estilo de liderança nos vários níveis da organização, e investimento em desenvolvimento de recursos humanos.

4. Conclusão

Realizamos um estudo que visou principalmente analisar o quadro brasileiro em relação ao uso de modelos financeiros baseados em valor. Além disso, preocupamo-nos em levantar outros aspectos importantes em relação principalmente à dificuldade de implantação e às vantagens advindas do uso de tais modelos.

Em nossa pesquisa pudemos identificar que as empresas brasileiras têm como principais dificuldades para um uso mais efetivo de modelos baseados em valor a falta de um bom sistema de informações contábeis e financeiras e a dificuldade em estimar o custo de capital empregado.

Constatamos que há uma clara percepção de que os modelos baseados em valor tendem a beneficiar não somente os proprietários, mas também os administradores e empregados da empresa, logicamente supondo a implantação de um adequado sistema de remuneração baseado em resultados econômicos corretos.

Verificamos também que os benefícios percebidos do ponto de vista de melhoria de qualidade da gestão tendem a ser significativos, logicamente supondo que o uso de modelos de valor esteja associado a uma importante mudança de atitudes dos gestores da empresa, que devem estar fundamentalmente focados numa única medida relevante de resultado econômico.

Ainda ficou claro em nossa pesquisa que o processo de criação de valor da empresa depende significativamente de uma gestão baseada na satisfação do cliente, de um eficiente sistema de comunicação interna, da visão de longo prazo dos gestores e de uma estratégia baseada em crescimento contínuo.

Percebemos, por fim, que pelo menos no meio dos executivos financeiros, existe um alto índice de conhecimento das principais medidas de desempenho financeiro baseados em criação de valor.

O domínio conceitual de tais modelos por parte dos executivos financeiros aliado a uma clara consciência das virtudes desses modelos tende a induzir naturalmente a que cada vez mais empresas venham a usar tais modelos, talvez num primeiro momento de forma incompleta, mas a médio e longo prazo de acordo com os pressupostos de implantação pregados por empresas especializadas como a Stern Stewart e Boston Consulting Group.

5. Bibliografia

- BOWN, J., Value + looking at EVA[®], Australian CPA, abril de 1999, p.44-46.
- BREALEY, R. A. e MYERS, S. C., Principles of Corporate Finance, 6a. edição, 2000, Burr Ridge.
- COOPER, R. e SLAGMULDER, R., Integrating activity-based costing and economic value added, Management Accounting, janeiro de 1999, p.16-17.
- JACKSON, A., MAUBOUSSIN, M. J., WOLF, C. R., EVA[®] Primer, Revisited Edition, CS First Boston, fevereiro de 1999.
- MADDEN, B. J., Cash flow return on investment – CFROI valuation, a total system approach to valuing the firme, Butterworth-Heinemann Finance, 1999, Oxford.
- MARTIN, J. D. e PETTY, J. W., Value Base Management, Harvard Business School Press, 2000, Boston.
- NAKAMURA, W. T., Estudo comparativo entre os modelos de valor econômico adicionado e de fluxos de caixa descontado, Revista IMES Administração, ano XVII, no. 49, maio-agosto de 2000, p.61-70.
- ROZTOCKI, N. e NEEDY, K. L., Integrating activity-based costing and economic value added in manufacturing, Engineering Management Journal, vol. 11, no. 2, junho de 1999, p.17-22.
- SHARPE, W. F., Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, Setembro de 1964, p.425-442.
- STANLEY, M. T. e BLOCK, S. R., A survey of multinational capital budgeting, The Financial Review, Março de 1984, p.36-51.
- STEWART III, G. B., The Quest for Value, Harper Business, 1990, New York.
- YOUNG, S. D. e O'Byrne, S. F., EVA and Value-Based Management, McGraw-Hill, 2001, New York.