

1. Introdução

Mensurar o verdadeiro valor de uma empresa continua sendo um dos principais desafios na área de Finanças Corporativas. Medidas e ferramentas para uma tomada de decisão consistente, tais como uma maior transparência do mercado de capitais e um forte sistema de governança corporativa, dependem exclusivamente da correta valoração de uma empresa e de seu desempenho. Sua importância é tanta, que um qualquer erro em seu cálculo pode ter efeitos bastante nocivos, gerando períodos prolongados de gerenciamento de capital subótimos, que, por sua vez, podem causar a destruição de grande parte da riqueza de uma empresa e, em grande escala, quiçá, afetar o crescimento econômico de um país.

É amplamente sabido que o objetivo maior de uma empresa é maximizar o retorno dos seus acionistas¹, e todas as suas atividades devem ser direcionadas para este fim. No entanto, este objetivo pode, algumas vezes, conflitar com os de seus gestores que, agindo de acordo com seus próprios interesses, acabam por destruir o valor da firma. Conflitos deste tipo também geram custos desnecessários, os chamados *agency costs*, promovendo um viés no cálculo do real valor da firma, e, por fim, do preço de mercado de suas ações.

No intuito de erradicar tais conflitos e de se chegar a uma medida que mais se aproxime do valor real de uma empresa, métricas que avaliam o desempenho gerencial e o vinculam ao objetivo maior da empresa estão sendo cada vez mais utilizadas.

Além disso, como a avaliação de uma firma determina os preços pela qual ela é oferecida ao mercado de capitais, decisões em onde investir, quanto de

¹ Grande parte da teoria de Finanças Corporativas é construída sobre esta premissa. Segundo Young e O'Byrne, a visão atual predominante de gerar riqueza ao acionista é consequência de acontecimentos como a "globalização e desregulamentação dos mercados de capitais, o fim dos controles sobre capitais e cambio, os avanços em tecnologia de informações, a maior liquidez no mercado de títulos, a melhoria na regulação dos mercados de capitais, a mudança de atitude das novas gerações para poupar e investir e a expansão dos investimentos institucionais."

empréstimo pedir e quanto retornar aos acionistas também serão afetadas pela avaliação. Portanto, se o objetivo de uma empresa for realmente maximizar seu valor, métricas que delineiem a relação entre decisões financeiras, estratégia corporativa e valor da firma devem ser utilizadas.

Tais métricas já existem e são denominadas, de forma geral, de Medidas Baseadas na Criação de Valor. Estas medidas foram criadas pensando-se, como o próprio nome diz, na criação de valor para a empresa, e não apenas na maximização de seu lucro contábil. São ditas mais completas, pois levam em consideração a geração de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (próprio e de terceiros) e o risco associado ao investimento.

Estas medidas são baseadas na ideia de que a firma, para criar valor, precisa ganhar mais que a soma de seu custo próprio e de seu custo da dívida. Este conceito não é novo. Já era estudado por economistas desde o século XVIII (Hamilton, 1777; Marshall, 1890). No século XX, voltou a ser utilizado sob vários nomes, sendo lucro residual² um deles. No entanto, foi no início dos anos 1990 que uma variável do conceito de lucro residual, chamada EVA[®] (*Economic Value Added*), foi lançada pela firma que detém seus direitos - *Stern Stewart & Company* - como sendo uma das mais inovadoras medidas de desempenho interna e externa de uma empresa. Desde então, o EVA[®] vem sendo usado por muitas corporações não só como medida de desempenho e base para incentivos gerenciais, mas principalmente como indicador de criação ou destruição de valor para o acionista, além de ser uma alternativa ao método de Fluxo de Caixa Descontado-Valor Presente do Ativo (FCD-VPL) para avaliação de uma empresa.

O EVA[®], ao vincular os interesses dos acionistas aos dos administradores, não só traz vantagens para estes, como para a comunidade onde a empresa se insere. Segundo Copeland (2002), gerentes que se focam na criação de valor para o acionista criam companhias mais ricas, que, por sua vez, promovem benefícios

² Lucro residual é genericamente definido como lucro operacional após dedução de imposto de renda menos o custo do capital investido. Outros nomes incluem: *abnormal earnings*, Feltham e Ohlson (1995); *excess earnings*, Canning (1929) e Preinreich (1936, 1937, 1938); *excess income*, Kay (1976), Peasnell (1981, 1982); *excess realizable profit*, Edwards and Bell (1961); e *super-profits*, Edey (1957).

para a sociedade, como uma economia mais forte, um maior padrão de vida, e mais oportunidade de emprego.

Muitos estudos têm sido feitos com o objetivo de comprovar a superioridade de medidas de desempenho baseadas na criação de valor em relação a medidas tradicionais de desempenho de empresas, tanto contábeis, como o ROI (retorno sobre o investimento ou, em inglês, *return on investment*), ROA (retorno sobre o ativo ou, em inglês, *return on assets*), ROE (retorno sobre o patrimônio líquido ou *return on equity*), EPS (lucro por ação ou *earnings per share*); como econômicas, cujo exemplo maior é o FCD (Fluxo de Caixa Descontado). Esta superioridade tem sido freqüentemente definida em termos da correlação entre as métricas e os retornos de ativos no mercado.

Apesar de medidas de desempenho baseadas na criação de valor já fazerem parte da realidade brasileira, poucos estudos foram realizados comparando-as às medidas tradicionais em empresas brasileiras. Estudos envolvendo o EVA[®] e o MVA[®] (Market Value Added ou Valor Agregado de Mercado) – medida de valor da empresa usando o EVA - em países em desenvolvimento, isto é, países com uma política monetária e fiscal altamente voláteis, apresentam viés em seus resultados, pois levam em conta, como mencionado anteriormente, os custos de capital próprio e de terceiros, custos estes diretamente relacionados à inflação. Por este motivo, a grande parte dos estudos sobre criação de valor tem sua origem, principalmente, nos Estados Unidos.

No entanto, recentemente, o Brasil tem se apresentado mais estável e aberto economicamente, graças ao sucesso na adoção de medidas econômicas pelo governo, como o plano de estabilização monetária - o Plano Real-, as privatizações de empresas estatais, e o aumento na transparência do mercado financeiro com o auxílio da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Este quadro econômico estável viabiliza estudos de finanças corporativas e mercado acionário brasileiros antes não possíveis. Viabiliza, também, a análise do desempenho de empresas baseada na criação de valor de acordo com a realidade do mercado nacional.

A motivação da presente pesquisa provém, portanto, do fato de que ainda não há uma análise empírica do desempenho de empresas baseada em valor no período pós-estabilização econômica no Brasil.

O estudo presente tem como objetivos:

- avaliar o desempenho de empresas brasileiras utilizando o EVA[®] no período compreendido entre 1999 e 2008;
- comparar estes resultados com os de medidas tradicionais de desempenho de empresas;
- verificar se o EVA[®] possui uma maior relação com o retorno das ações do que as medidas tradicionais, através da análise comparativa com o MVA[®];
- comparar a criação de valor entre os principais setores da economia brasileira;
- e, por fim, verificar a influência de políticas econômicas na criação de valor de uma empresa, através da comparação entre períodos de governo distintos dentro do período estabelecido neste estudo. No caso, o governo de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002) e Luís Inácio Lula da Silva (2003-2008).

A escolha do período foi determinada pelo quadro de estabilidade econômica brasileira e mundial pós-crise asiática e russa, e anterior à recente crise de outubro de 2008, deflagrada nos EUA.

No capítulo dois, será feita uma revisão literária dos principais indicadores utilizados na avaliação do desempenho de empresas. Inicialmente, serão abordados os indicadores tradicionalmente utilizados, e, posteriormente, será dada ênfase às medidas de criação de valor, como o EVA[®] e o MVA[®]. Será comentada a relação entre estas duas medidas, pois a relação entre indicadores contábeis e econômicos de valor de companhias com o retorno de suas ações continua sendo objeto de controvérsias acerca de sua real significância. A controvérsia reside na questão do mercado ser influenciado de fato por indicadores de desempenhos de empresas, ou por expectativas do mercado em relação a este desempenho. De acordo com Assaf Neto (2005, p.585), “não há como prescindir de certa dose de subjetividade na definição do valor de uma empresa, principalmente por se tratar de uma metodologia que se baseia em resultados esperados obtidos do

comportamento do mercado.” Portanto, uma boa medida de avaliação de uma empresa deve ter uma correlação positiva com o mercado acionário e as expectativas de seus acionistas.

No final do capítulo dois, serão discutidas as ferramentas utilizadas no cálculo do EVA[®], como o custo médio ponderado de capital, o modelo de cálculo do custo do capital próprio, o CAPM, o capital investido, e a estrutura de capital de uma empresa.

No capítulo três, será detalhada a metodologia usada no estudo da avaliação do desempenho das empresas, utilizando-se o EVA[®] e o MVA[®], e algumas medidas tradicionais, como o ROE, ROA, ROI e EPS.

No capítulo quatro, será feita uma análise comparativa entre os resultados encontrados nos cálculos do EVA[®] e MVA[®] e os valores encontrados utilizando-se os tradicionais indicadores de desempenho econômico-financeiro de uma firma. Será realizada também uma análise comparativa entre os mais significativos setores da economia brasileira; e observado o desempenho de cada empresa em relação aos seus setores.

Por último, no capítulo cinco, serão apresentadas conclusões acerca do desempenho das empresas brasileiras e dos seus setores na década compreendida entre 1999 e 2008, e da eficácia da aplicação do EVA[®] e do MVA[®] na avaliação do mesmo.