

FINANÇAS EMPRESARIAIS E A CONTABILIDADE

Adriana Maria Procópio de ARAÚJO
Doutora em Contabilidade e Controladoria pela FEA-USP
Professora do Departamento de Contabilidade da FEA-US/RP
amprocop@usp.br

Alexandre ASSAF NETO
Livre-Docente em Contabilidade (área Finanças Empresariais) pela FEA-USP-RP
Professor do Departamento de Contabilidade da FEA-USP/RP
Coordenador do Programa de Mestrado em Administração da Uni-Facef
assaf@terra.com.br

Resumo

Este artigo tem como objetivo traçar uma breve descrição dos princípios de finanças empresariais, fazendo uma ligação entre a teoria contábil e a administração financeira, principalmente no aspecto de valorização dos recursos que envolvem o patrimônio de uma entidade. Constata-se a importância da execução da contabilidade voltada para atender às expectativas dos usuários (acionistas) e não somente para a medição do lucro e rentabilidade.

Abstract

This article has the objective of tracing a brief description of the principles of enterprise finances, making a link between the account theory and the financial administration, mainly in the aspect of valuation of the resources that involve the patrimony of an entity. Importance of the execution of the accounting directed to not only take care of the expectations of the users (shareholding) and toward the measurement of the profit is evidenced it and yield.

Palavras-chave: Administração Financeira – Finanças Empresariais – Contabilidade.

Key-words: Finance – Corporate Finance – Accountancy.

1 Referencial teórico

1.1 Lucro econômico

A definição do lucro econômico é um assunto que vem sendo discutido e aprimorado por pesquisadores durante décadas. Para se chegar ao lucro econômico, mister se faz a conceituação do capital.

Segundo Fisher (1988, p. 24), a poupança nos leva à natureza do capital. Capital, no sentido de capital-valor, é simplesmente a renda futura descontada ou, em outras palavras, capitalizada. O valor de uma propriedade, ou de direitos à riqueza, é seu valor como fonte de renda e é calculado descontando essa renda esperada.

O precursor da definição de lucro como sendo o montante que pode ser consumido sem a redução do capital é Adam Smith. Hicks (1946) reforça e avança esse conceito de que lucro é o montante que uma pessoa pode gastar durante um período e, ainda, estar tão bem no final do período quanto no início.

Completando esse raciocínio, Hendriksen & Van Breda (1999) afirmam que lucro é um fluxo de serviços por unidade de tempo; o capital é a representação concreta de serviços futuros, e o lucro é o desfrute desses serviços num dado período. Acrescentam definindo o lucro como sendo o excedente após a preservação do bem-estar.

Ainda segundo os mesmos autores, para que a preservação da riqueza (capital) seja avaliada, necessária se faz que a referida avaliação seja em sua totalidade (ativos e passivos). Completando: “a variação dos ativos e passivos durante o período é combinada ao fluxo de caixa gerado pela empresa para chegar ao lucro da entidade nesse período” (HENDRIKSEN & VAN BREDA, 1999, p. 192).

Não obstante, será alcançada a medida do lucro de acordo com a maneira pela qual os ativos e passivos estiverem sendo avaliados. As medidas tradicionais podem ser enumeradas da seguinte forma: (i) lucro tradicional, em que os ativos e passivos são avaliados pelo custo histórico; (ii)

lucro econômico, considerando o valor de mercado da entidade; e (iii) outros conceitos, em que se utilizam medidas baseadas em expectativas dos fluxos de caixa futuros e também nos preços de mercado dos ativos.

No contexto empresarial, o lucro pode ser entendido como o resultado obtido com o uso do capital. Avançando esse raciocínio, a empresa não visa somente interesses próprios, busca também, um fluxo de riqueza aos seus acionistas. O capital é o estoque de riqueza capaz de gerar resultados futuros e o lucro é o fluxo de riqueza superior ao necessário para manter o capital constante.

Para se chegar ao conceito de lucro, Martins (1972) define primeiramente o Passivo, posteriormente o Patrimônio Líquido e, finalmente, o Lucro. Segundo ele, as definições são: Passivo é o Resultado Econômico a ser sacrificado no futuro em função de dívida e/ou obrigação contraídas perante terceiros; o Valor do Patrimônio Líquido é o Valor Atual Líquido dos Resultados Econômicos Futuros esperados. Rédito é o Resultado Econômico que pode ser retirado da Entidade num período, de forma tal que o Patrimônio Líquido no final desse período seja exatamente igual ao inicial (MARTINS, 1972, p. 50).

Nos conceitos, anteriormente abordados por Martins, ficam claros a ênfase pelo resultado econômico e o lucro a ele equiparado. O rédito advém de um ramo do conhecimento contábil chamado de Ciência do Patrimônio que o caracterizava como resultado final a ser distribuído aos agentes da produção econômica.

Iudicibus (1995) conceitua o lucro como sendo o resultado a ser distribuído, num determinado período, sem enfraquecer o valor do patrimônio líquido.

Para Solomons (1961), o relacionamento entre o lucro contábil e o lucro econômico existe. O lucro contábil equipara-se ao lucro econômico quando: (i) adicionando as alterações não realizadas no valor dos ativos tangíveis ocorridos

no período, levando em consideração a depreciação e a atualização dos inventários; (ii) diminuindo o montante realizado no período sobre alterações de valor de ativos tangíveis ocorridos em períodos anteriores e ainda não reconhecidos; e (iii) adicionando o valor dos ativos intangíveis no período.

A questão polêmica desse raciocínio recai sobre a mensuração do intangível. Medidas justas de avaliações para o referido ativo ainda são um desafio para os estudiosos no assunto.

Contrapondo o conceito anterior, Guerreiro & Catelli (1999) mencionam que a discussão entre lucro contábil e lucro econômico não tem razão de existir, uma vez que as premissas de cada um são totalmente diferentes.

A questão que perdura nessa comparação é sobre os objetivos da contabilidade. Ressaltam ainda que o lucro contábil e o lucro econômico apurados de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade têm diferenças fundamentais. A tabela 1 enumera essas diferenças.

Tabela 1 – Diferenças entre Lucro Contábil e Lucro Econômico

	Lucro Contábil	Lucro Econômico
1	Maior objetividade	Maior subjetividade
2	Apuração pelo confronto entre receitas realizadas pelas vendas e custos consumidos (ativos expirados)	Apurado pelo incremento no valor presente do patrimônio líquido
3	Os ativos são avaliados na base dos custos originais	Os ativos são avaliados pelo valor presente do fluxo de benefícios
4	O patrimônio líquido aumenta pelo lucro	O lucro deriva do aumento do patrimônio líquido da entidade
5	Ênfase em custos	Ênfase em valores
6	Não reconhece ganhos não realizados	Reconhecimento de ganhos realizados e não realizados
7	Não se efetuam ajustes em função de mudanças nos níveis de preços dos bens na economia	São efetuados ajustes devidos a mudanças nos níveis de preços dos bens na economia
8	“Amarração” do lucro à condição de distribuição de dividendos	“Amarração” do lucro à condição de aumento de riqueza, independentemente da condição de distribuição de dividendos.
9	Não reconhecimento do “goodwill”	Reconhecimento do “goodwill”
10	Utilização de regras e critérios dogmáticos	Utilização de regras e critérios econômicos

Fonte: baseado em GUERREIRO, R. & CATELLI, A. (coords.). **Controladoria – Uma Abordagem da Gestão Econômica – GECON**. FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 1999.

À luz dessas definições, presume-se que o conceito do lucro sob a contextualização da manutenção da riqueza sofreu efetiva influência da grandiosa obra do economista Hicks (1946).

Segundo Guerreiro, (1999, p. 86), lucro econômico constitui-se numa informação que supre adequadamente os modelos de decisão de pelo menos dois importantes usuários da informação contábil: o proprietário do capital e o administrador do capital. O lucro contábil, ortodoxo, por sua vez, constitui-se em informação extremamente pobre para ambos os tipos de usuários. (...) a teoria e a prática contábil deveriam caminhar para um conceito de lucro, que estivesse o mais próximo possível do conceito do lucro econômico.

Martins (2001) sintetiza que o conceito de lucro é a escolha coerente das formas de avaliação para os diversos itens patrimoniais, dependendo da fixação dos objetivos que se deseja atingir.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2000), o lucro econômico é o resultado entre o valor do capital investido, multiplicado pelo retorno sobre o capital investido, menos o custo de oportunidade do capital. Esse parece ser o conceito mais apropriado para o assunto desenvolvido no escopo desse trabalho, ou seja, sob o ponto de vista da teoria das finanças.

1.2 Custo de Oportunidade, Custo de Capital e Juros sobre o Capital Próprio

Alguns instrumentos complementares estão relacionados com a mensuração do valor de uma entidade. O custo de oportunidade, o custo de capital e os juros sobre o capital próprio são utilizados para essa finalidade. Conceitua-los com ênfase na abordagem econômica é o propósito do presente tópico.

1.2.1 Custo de Oportunidade

O custo de oportunidade vem sendo conceituado por vários autores. Na tentativa de resumir alguns dos conceitos mais utilizados, pode o custo de oportunidade ser definido como a melhor alternativa de investimento desprezada quando na escolha de um outro, de mesmo risco.

Para Martins (1996, p. 433), Custo de oportunidade significa o quanto alguém deixou de ganhar por ter adotado uma alternativa em vez de outra, ou seja, se alguém escolheu investir em uma fábrica de giz, deixando de, com isso investir na construção de um supermercado, que era a segunda melhor alternativa existente na época, diz-se que o Custo de Oportunidade da decisão de investir na fábrica de giz é o quanto se deixou de ganhar por não se construir o supermercado. Assim, o lucro econômico da decisão pelo investimento na fábrica é o quanto ela produzir de resultado depois de se deduzir dele o lucro que teria sido obtido pelo investimento no supermercado.

Ainda segundo o mesmo autor, a comparação do custo de oportunidade tende a ser difícil em função do problema do risco.

Atkinson et al. (2000) conceituam o custo de oportunidade como a quantia de lucro perdido quando a oportunidade proporcionada por meio de uma alternativa é sacrificada pela escolha de outra alternativa.

Horngren, Foster e Datar (2000), por sua vez, consideram o custo de oportunidade como sendo a contribuição para o resultado repudiada em razão da não-utilização, do melhor modo, de um recurso limitado.

Na ênfase da gestão econômica, o conceito de custo de oportunidade é aquele correspondente ao valor de um determinado recurso em seu melhor uso alternativo. “O custo da escolha de uma alternativa em detrimento de outra capaz de proporcionar um maior benefício, ou seja, é o custo da melhor oportunidade a que se renuncia

quando da escolha de uma alternativa” (PEREIRA & OLIVEIRA, 1999, p. 415).

Sob esse enfoque, expressa o benefício efetivamente obtido de uma decisão, considerando o melhor uso alternativo dos recursos envolvidos.

Beuren (1993) afirma que o custo de oportunidade, tanto para a economia quanto para a contabilidade, fundamenta-se na escolha entre alternativas viáveis de aplicação de recursos. Ressalta ainda que do ponto de vista econômico, a opção de uma alternativa implica o abandono ou sacrifício da(s) não escolhida(s); portanto, o custo de oportunidade da alternativa escolhida é o custo da alternativa abandonada que lhe proporcionaria maior satisfação. Isso ocorre também na área contábil.

Tanto do ponto de vista econômico quanto contábil, vários são os autores que buscam pela conceituação do custo de oportunidade. Nessa incursão pela literatura, observa-se que do ponto de vista contábil, algumas premissas são constantes e similares.

Para Lopo et al. (2001, p. 194), a aplicação do custo de oportunidade deve seguir os seguintes passos: (i) preparação de uma lista exaustiva das alternativas existentes; (ii) cômputo do resultado esperado de cada alternativa listada; (iii) análise preliminar das alternativas listadas, descartando as menos atraentes; (iv) análise complementar sobre as alternativas que não foram descartadas, selecionando aquela que maximiza os benefícios esperados para o agente; (v) apuração dos resultados da ação implementada; e (vi) comparação entre os resultados apurados da ação implementada e esperados da melhor alternativa rejeitada.

Completando esse rol de premissas, necessário se faz acrescentar o fator risco do negócio. Não é propósito desse trabalho a discussão exaustiva sobre custo de oportunidade. Pertinente é a consideração de que a implantação do custo de oportunidade em uma entidade é um assunto minucioso.

As principais causas das dificuldades práticas para a implantação residem no fato de que os fatores humanos são preponderantes nas organizações e daí surgem indícios de subjetividade.

Outra consideração está relacionada aos eventos futuros que serão levados em consideração e, por mais calculáveis que sejam, estão totalmente expostos às mudanças e às incertezas do futuro, ou seja, o fator risco do negócio.

1.2.2 Custo de Capital

A entidade observada na condição de sistema aberto relaciona-se com diversas áreas. Necessita de recursos das mais variadas formas, como, por exemplo, humanos, tecnológicos, materiais, informacionais, financeiros entre outros.

Nesse contexto, a entidade pode obtê-los por meio de diversos agentes econômicos. Esses agentes econômicos resumem-se em fornecedores de recursos, podendo aparecer sob a forma de acionistas, debenturistas, instituições financeiras, entidades fornecedoras de materiais, etc. O capital é a somatória de tais fontes de financiamento exigíveis ou não da entidade e, portanto, gera custo pela captação.

O custo de capital pode ser conceituado como a remuneração mínima esperada pelos proprietários de capital em relação à entidade investida. O ideal é proporcionar retorno superior a tal remuneração objetivando a geração de valor para a entidade.

Em verdade, o custo do capital é um instrumento que serve como parâmetro para a entidade tomar decisões sobre investimentos. Essas decisões recebem o respaldo de uma taxa referencial, que serve como limite mínimo para o retorno dos investimentos, eliminando alternativas incapazes de gerar valor para a entidade.

Toda vez que a entidade não for capaz de remunerar seus credores e acionistas na taxa mínima de retorno esperada (custo de oportunidade), há evidências de destruição de valor.

Gitman (1997) sintetiza custo do capital como sendo a taxa de retorno que uma empresa precisa obter sobre seus investimentos para manter o valor da ação inalterado. Amplia o conceito mencionando que custo do capital é a taxa de retorno que a empresa precisa obter sobre seus projetos de investimentos, para manter o valor de mercado de suas ações e atrair os recursos necessários para a empresa. Pode também ser considerado como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado para atrair seus fundos para a empresa.

Do ponto de vista contábil, o custo de capital pode ser conceituado como o “retorno que a empresa deve ganhar sobre seus investimentos para satisfazer as exigências de retorno de seus investidores. É a taxa de juros que as empresas usam para calcular, descontando ou compondo, o valor do dinheiro no tempo” (ATKINSON et al., 2000, p. 534).

Horngren, Foster e Datar (2000) mencionam que o custo de oportunidade do capital pode também ser chamado de taxa de desconto ou taxa de retorno desejado, ou seja, taxa de retorno mínima aceitável sobre um investimento. Completam o raciocínio conceituando o custo de oportunidade como o retorno que a organização esperaria receber de qualquer outro investimento de risco comparável.

Sintetizando tais conceitos, “o custo do capital próprio (k_c) de uma empresa, é definido pelo retorno (k) requerido por seus acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento” (MARTINS & ASSAF NETO, 1991, p. 482).

Os autores citados completam o conceito argumentando que a empresa ao captar recursos no mercado acionário ou reter parte dos lucros auferidos, deverá aplicá-los em ativos rentáveis, objetivando produzir um retorno que possa remunerar seus acionistas em nível equivalente às suas expectativas. Assim sendo, a remuneração mínima exigida pelos acionistas representa, em última análise, o custo do capital próprio da empresa.

Obviamente, a empresa almeja aplicar recursos em ativos que remunerem os acionistas em suas expectativas. Caso isso não ocorra, o reflexo será imediatamente observado na desvalorização do preço de mercado da ação refletindo na riqueza dos acionistas.

Segundo Lopo et al. (2001), várias são as fontes de recursos disponíveis para as empresas e podem ser enumeradas da seguinte maneira: (i) empréstimos e financiamentos; (ii) emissão de ações ordinárias e preferenciais; (iii) retenção de lucros; e (iv) emissão de outros títulos.

Normalmente, essas fontes apresentam encargos e riscos diferenciados, exigindo, portanto, um acompanhamento cauteloso por parte da empresa, objetivando otimizar o custo do capital. Completa ainda que o custo do capital pode ser efetuado sob perspectivas: individual, médio ponderado e marginal.

Do ponto de vista individual, o custo do capital consiste no resultado apurado do retorno específico que a empresa oferece para cada tipo de fonte de recurso. O custo médio ponderado combina todas as fontes de financiamento assumidas pela empresa. Na perspectiva marginal, o cálculo é efetuado em função do volume de financiamento adquirido e assumido pela empresa.

Por custo médio ponderado de capital, o conceito de Gitman (1997) é o que reflete o futuro custo médio esperado de fundos da empresa a longo prazo; é encontrado ponderando-se o custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa.

Não obstante, limitações existem. O autor anteriormente citado enfatiza que a principal limitação refere-se ao fato de tanto o custo do capital quanto a custo médio ponderado do capital basearem-se em inúmeras suposições e previsões.

Tais fatos tornam os cálculos da entidade aproximados de uma realidade e, em muitas vezes, essa aproximação é de maneira extremamente simplista. Cabe, porém, ressaltar

uma crítica nessa colocação: em finanças não há como se trabalhar sem que haja bases estruturadas em expectativas de acontecimentos futuros.

Para Brealey & Myers (1992), o custo médio ponderado do capital é a rentabilidade esperada de uma carteira constituída por todos os títulos da empresa. É o referencial usado como taxa mínima de rentabilidade para os investimentos da empresa.

Ainda do ponto de vista da teoria das finanças, “o custo do capital é a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras” (DAMODARAN 1997, p. 77).

Sintetizando os conceitos apresentados, “pode-se afirmar que o CMPC (custo médio ponderado de capital) baseado no uso de pesos de mercado proporciona uma interpretação mais real de seu resultado, pois o mercado reflete, mais rigorosamente, o valor dos passivos

empresariais” (MARTINS & ASSAF NETO, 1991, p. 501).

Consolidando tais colocações, o custo de capital permite a identificação de uma taxa mínima de atratividade dos investimentos de uma empresa e sua capacidade de agregar valor.

O custo do capital equivale aos retornos exigidos pelos credores da empresa (instituições financeiras, debenturistas, etc.) e por seus proprietários. Identifica o retorno que a empresa deve auferir em seus investimentos de maneira a remunerar suas fontes de financiamento.

O Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) é obtido pelo custo de cada fonte de capital ponderado por sua respectiva participação na estrutura de financiamento. Sua fórmula básica é a seguinte:

$$\text{CMPC} = W_1 \times K_i + W_2 \times K_e$$

A tabela 2 demonstra o significado de cada item.

Tabela 2 – Fórmula do Custo Médio Ponderado do Capital

Nomenclatura	Significado
CMPC	Custo médio ponderado de capital das várias fontes de financiamento utilizadas pela empresa
W_1, W_2	Respectivamente, proporção de fundos de terceiros e próprios na estrutura de capital.
K_i	Custo do capital de terceiros
K_e	Custo do capital próprio

Fonte: ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2000.

A utilização do **custo médio ponderado de capital** fundamenta-se na questão de que a empresa, normalmente, mantém uma certa relação entre passivos exigíveis e patrimônio líquido dentro de determinadas faixas.

A comparação entre projetos com fontes específicas de financiamento pode comprometer

a escolha das melhores inversões de recursos, sendo, portanto, recomendável o custo médio ponderado de capital, com o objetivo de eliminar as possíveis distorções.

Com relação ao CMPC, algumas situações deverão ser levadas em consideração. Basicamente são quatro as situações a serem

esclarecidas: (i) limitações nas proporções de fundos de terceiros e próprios; (ii) estrutura ótima de passivo em relação ao patrimônio líquido; (iii) estratégia financeira; e (iv) risco.

Levando em consideração que o objetivo da empresa, admitido nesse estudo, é o de maximizar o valor da riqueza dos acionistas, qual a **proporção de fundos de terceiros e próprios na estrutura de capital** que contribui para tal maximização? Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a estrutura de capital específica que maximiza o valor da empresa também é a que oferece mais benefícios aos acionistas.

Quanto à estrutura ótima de passivo em relação ao patrimônio líquido, está fundamentada nas questões e decisões de financiamento da própria empresa. Basicamente essas decisões incluem: (i) relação percentual dos recursos próprios e de terceiros aplicados no negócio, e (ii) quais títulos a empresa deverá emitir e quando realizá-los.

Com relação ao **custo do capital de terceiros**, segundo Lopo et al. (2001), para uma companhia que não pretenda alterar sua estrutura de financiamento, o custo do capital de terceiros pode ser calculado baseado no retorno esperado dos títulos até a sua maturidade (*yield to maturity*).

Do ponto de vista conceitual, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) sintetizam o significado do custo do capital de terceiros como sendo a taxa de captação da empresa.

Quanto ao **custo do capital próprio**, pode ser dividido em três categorias: (i) ações ordinárias; (ii) ações preferenciais; e (iii) outras fontes. Com relação às ações ordinárias existem alguns modelos consagrados para o dimensionamento do seu custo de capital. Adotando como base Martins (2001) os principais modelos são:

1. Abordagem de dividendos, ou Modelo de Gordon: o custo de capital das ações ordinárias é apurado por meio do fluxo de dividendos que os seus titulares esperam receber. A premissa assumida pelo referido modelo é que o preço teórico de uma ação é

igual ao valor presente dos fluxos futuros de dividendos que ela é capaz de proporcionar.

2. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM): em essência, o modelo explica que a taxa de rendimento requerida por um investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prêmio pelo risco. Calcula-se o coeficiente de volatilidade da ação, chamado β (beta), por assumir somente o risco sistemático. O objetivo é constatar a sensibilidade de uma determinada ação aos aspectos que impactam o mercado. Para tanto, o β tende a medir a correlação existente entre as variações dos retornos de um título e global do mercado, utilizando-se de técnicas de covariância (Cov) e variância (Var).

3. *Arbitrage Pricing Model* (APM): fundamenta-se na premissa de que o retorno de um título consiste na taxa de juros dos investimentos livres de risco, sendo complementada por um prêmio pelo risco. O cálculo da variável sofre influência de fatores macroeconômicos sobre os preços dos ativos.

Em se tratando do custo de capital das ações preferenciais, necessária se faz uma análise para verificar se existem diferenças entre essas e as ordinárias. Caso haja diferenças, como é freqüente nos Estados Unidos, o cálculo do custo de capital deverá levar em consideração o dividendo em relação ao montante a ser recebido pela emissão da ação.

De acordo com Martins (2001), inexistindo características de remuneração significativamente diferentes entre os títulos que constituem o capital próprio, os modelos mencionados anteriormente, podem também ser aplicados às ações preferenciais.

Ademais, ressalta-se que o cálculo do custo de capital pode ser enquadrado com um desafio. Copeland, Koller e Murrin (2000) apresentam algumas questões relativas à estimativa do custo de capital em mercados emergentes, como é o caso do Brasil. Baseado nos autores pode-se definir quatro etapas para a estimativa do custo do capital:

- a) liquidez/altos custos de transação: (i) a premissa de que os mercados são eficientes, fundamental para o CAPM, pode ser questionada; (ii) a menor liquidez exige compensação na forma de um retorno mais elevado do que o exigido em circunstâncias “normais”.
- b) maior volatilidade do mercado: (i) os investidores precisam ser compensados pela maior volatilidade, seja através de um prêmio de risco de mercado ou um beta maior.
- c) incertezas macroeconômicas/riscos: (i) os riscos específicos do país precisam ser refletidos, seja levando-os em conta explicitamente nos cenários de fluxo de caixa (abordagem recomendada) seja acrescentando um prêmio ao custo de capital.
- d) controles de capital: (i) nem todos os investidores têm acesso a instrumentos realmente livres de risco; (ii) onde existem controles sobre os fluxos de capitais, seu custo provavelmente será diferente para os investidores locais ou estrangeiros.

Fica evidente que o cálculo do custo do capital é um assunto minucioso. Por mais evolução que as técnicas para cálculo estejam sofrendo, ainda assim perduram lacunas. Aspectos como o mercado acionário, inflação, legislação, etc., são diferenciados entre os países. Certamente, esses fatores interferem diretamente no referido cálculo.

1.2.3 Juros sobre o Capital Próprio

A questão da remuneração do capital próprio, também denominada juros sobre o capital próprio, não é assunto recente em contabilidade. Muito se discute sobre o conceito de lucro contábil no sentido de considerar todo o ganho auferido pelo capital investido pelos sócios.

O âmago da questão é a separação entre a mera remuneração do capital, se aplicado em outras circunstâncias, e a remuneração desse capital auferida pela empresa em sua totalidade.

De acordo com Martins (1996) o conceito de custo de oportunidade advindo da economia pode ser considerado como a origem da discussão dos juros sobre o capital próprio. Na impossibilidade de utilizar na íntegra o conceito econômico, surgiu em contabilidade a figura do custo do capital próprio.

Segundo o mesmo autor, “esse conceito significa o quanto é o mínimo de lucro que os sócios exigem quando decidem investir numa determinada empresa. E esse mínimo acaba sendo bastante influenciado pelo risco do empreendimento” (MARTINS, 1996, p. 432).

Não obstante, para fins contábeis, o conceito anteriormente mencionado é de difícil aplicação. A maior limitação reside no fato da necessidade de levantamentos junto aos investidores, objetivando ao conhecimento do mínimo por eles exigido para investir em cada tipo de empresa.

Martins (1996, p. 432) completa:

(...) fracassada então a possibilidade de uso da figura do Custo de Oportunidade e do Custo do Capital Próprio, restou à Teoria Contábil discutir a figura já mais fraca tecnicamente, porém mais viável de ser efetivamente utilizada, do *Juro sobre o Capital Próprio*. (...) só é lucro o que a empresa produz acima do que seus sócios ganhariam aplicando seu capital no mercado financeiro.

A inclusão dos juros sobre o capital próprio nos demonstrativos de resultados, conforme sugerido pela legislação vigente, não deve ter a pretensão de apurar o custo de oportunidade do acionista. O conceito de custo de oportunidade do capital é mais rigoroso, representando o retorno da melhor alternativa de investimento, desprezada pelo acionista, ao selecionar outra oportunidade de mesmo risco. Equivale à taxa mínima de atratividade requerida pelos investidores. O uso do custo de oportunidade do capital próprio na apuração dos resultados permite que se avalie a efetiva remuneração do acionista.

Cabe ressaltar, como limitação da utilização dos juros sobre o capital próprio, que o mesmo não leva em consideração o risco inserido no negócio, a taxa de oportunidade do capital próprio e a correção do Patrimônio Líquido. A legislação brasileira limita o percentual de juro sobre o capital próprio em relação ao patrimônio líquido da empresa.

2 Medidas de Desempenho Tradicionais

Com relação às medidas de desempenho, necessária se faz a distinção entre os indicadores conhecidos como tradicionais e os indicadores estruturados no conceito de valor. O presente tópico apresentará de forma sucinta algumas medidas de desempenho tradicionais e que de certa forma serviram de alicerce para as medidas atuais, baseadas em valor.

Lopo et al. (2001) questionam a origem dos indicadores baseados no valor e ressalta que algumas medidas de desempenho tradicionais são: (i) resultado do exercício; (ii) retorno sobre o investimento (*Return on Investment* – ROI); (iii) retorno sobre o patrimônio líquido (*Return on Equity* – ROE); (iv) retorno operacional sobre o investimento; e (v) lucro residual (*Residual Income* – RI).

Não obstante, questiona-se a classificação da medida de desempenho tradicional, denominada lucro residual. Em verdade, tal medida está extremamente relacionada ao valor. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), medidas contábeis tradicionais, como o lucro líquido, ignoram o custo de oportunidade do capital necessário para gerar o lucro. O retorno sobre o capital investido ignora o crescimento como fonte de criação de valor.

Nas medidas de desempenho, classificadas por Lopo et al. (2001), o **resultado do exercício** é um dos mais usuais indicadores de desempenho. Estrutura-se nas premissas do

custo histórico e é publicado em conjunto com as demonstrações contábeis.

Constitui-se de um indicador bem aceito pelo mercado, dadas sua relativa simplicidade e compreensão. Suas principais limitações são: apresentar formas de contabilização passíveis de distorções no resultado¹; ignorar a questão do risco e a necessidade de investimento.

O resultado do exercício está totalmente relacionado com os critérios contábeis utilizados, sendo, portanto, passível de controvérsia. Indicadores baseados nesses critérios não são confiáveis para fundamentar decisões gerenciais, pois não fundamentam a questão do valor.

O **retorno sobre o investimento** é mais completo se comparado com o resultado do exercício, porém deixa a desejar em alguns aspectos. Seu cálculo é o resultado da relação entre o resultado líquido do período e o total de investimentos.

O *return on investment* (ROI) em sua versão mais simplificada pode ser obtido pela divisão do resultado líquido pelo ativo total; essa relação também é conhecida como retorno sobre o ativo – *return on assets* (ROA).

Segundo Kassai, Kassai e Santos (1999), o ROI representa a razão entre o resultado líquido e o capital total investido. Como de costume, não existe consenso sobre os conceitos que figuram no numerador e no denominador da referida razão.

Cabe ressaltar que essa é uma versão limitada, principalmente por ignorar o custo do capital próprio. Ainda deixa a desejar pela falta de identificação da capacidade de geração dos lucros dos ativos e por considerar despesas com o capital de terceiros.

Para Gitman (1997), a taxa de retorno sobre o ativo também é chamada de retorno sobre o investimento. Objetiva medir a eficiência da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis.

Aprofundando o conceito do retorno sobre o investimento, Atkinson et al. (2000) conceituam o ROI como sendo o cálculo que relaciona a lucratividade de uma unidade empresarial com o investimento exigido para gerá-la. A fórmula é descrita como: a margem operacional multiplicada pelo giro do ativo total.

As principais limitações recaem sobre utilização de critérios contábeis limitados; maturação dos ativos em função da não observância à questão da correção e ignorância à política de financiamento da empresa, desprezando, portanto, a influência da estrutura de capital na relação entre retorno e risco.

A relação entre o ganho obtido pelos sócios e o investimento que realizaram na empresa é medida pelo **retorno sobre o patrimônio líquido**. Para Lopo *et al.* (2001) é permitido avaliar a gestão dos recursos próprios e de terceiros em detrimento do benefício dos sócios. O retorno sobre o patrimônio líquido, ou *return on equity* (ROE), relaciona o ganho obtido pelos sócios e o investimento realizado na empresa.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995) o índice do retorno sobre o patrimônio líquido é definido pelo quociente entre o lucro líquido e o valor médio do patrimônio dos acionistas. A diferença mais importante entre esse e o ROA é a questão do endividamento.

Além de limitações de critérios contábeis mencionados anteriormente, o retorno sobre o patrimônio líquido também conta com o problema de não segregar desempenhos financeiro e operacional, prejudicando assim a análise. Ainda segundo Martins (2001), caracteriza-se em um dos melhores indicadores para medir o desempenho global da empresa, ressaltando as limitações da utilização do custo histórico.

Em essência, o **retorno operacional sobre o investimento** indica quanto os ativos estão produzindo de retorno, sendo abordados a margem e o giro operacional do investimento. Demonstra superioridade ao ser comparado com

o retorno sobre o investimento, quando na exclusão de despesas financeiras sobre o capital de terceiros. “Essa forma propicia o conhecimento de quanto os ativos (investimentos totais, independentemente de fonte de financiamento) estão produzindo de retorno, e também pode ser desdobrada em margem e giro” (LOPO et al., 2001, p. 242).

Não obstante, o retorno operacional sobre o investimento limita-se pela utilização de informações contábeis tradicionais já mencionadas anteriormente. Desconsidera a questão do reconhecimento da inflação, despreza-se a concepção dos custos de reposição, entre outros procedimentos.

Lopo et al. (2001) classificam o **lucro residual** como sendo uma medida de desempenho tradicional. Não obstante, pela concepção apresentada, isso é questionável. Ainda segundo o mesmo autor, o lucro residual demonstra que a criação de riqueza ocorre sempre que a entidade investir em projetos cujos retornos superarem o custo de capital.

Conceituando, “o lucro residual pode ser entendido como os recursos gerados pela entidade que sobram após a dedução dos juros reais aplicados sobre o capital investido pelos sócios” (LOPO et al., 2001, p. 244). Além da limitação derivada da utilização de critérios contábeis tradicionais, deixa a desejar quanto à identificação de taxas de juros utilizadas.

Sob outro enfoque, “o lucro residual é definido como o lucro líquido operacional após impostos (NOPAT)² menos uma despesa pelo capital investido” (RAPPAPORT, 2001, p. 144).

Por envolver conceitos embasados na concepção do valor, o lucro residual aproxima-se consideravelmente das medidas de desempenho fundamentadas em tais premissas. A sua classificação original, ou seja, considerada como tradicional pode ser revertida para a categoria de medida de desempenho baseado em valor.

3 Medidas de Desempenho Baseadas em Valor

Na concepção de técnicas modernas de gestão financeira, as medidas tradicionais de desempenho cedem espaço para ferramentas mais arrojadas. Em verdade, verifica-se o refinamento de técnicas já existentes e a busca pela eficácia do sistema de gestão.

O conceito de gestão baseada em valor estrutura-se em premissas da *value-based management* (VBM), ou seja, administração baseada em valor.

Para Copeland, Koller e Murrin (2000, p. 87), a VBM é um processo *integrador*, cujo objetivo é melhorar o processo de tomada de decisões estratégicas e operacionais na organização como um todo, a partir da ênfase atribuída aos principais *value drivers* da empresa. A prioridade da VBM não deve ser a metodologia, mas sim a mudança na cultura da empresa. Um administrador que tenha o valor como princípio está tão interessado nas sutilezas do comportamento organizacional como em usar a avaliação como métrica do desempenho e ferramenta de decisão.

Entretanto, a contabilidade tradicional, independente dos critérios de avaliações dos ativos e passivos, não contempla, de maneira global, informações que permitam verificar se o objetivo de maximização da riqueza está sendo alcançado.

A gestão baseada em valor prioriza a maximização do valor da empresa e para tanto se utilizam técnicas e processos gerenciais orientados para tal premissa. Nessa abordagem, a ênfase está nos direcionadores de valor (*value drivers*), sendo o custo de capital o mais utilizado.

De maneira geral, as entidades investem numa diversidade de ativos. O objetivo de tal investimento resume-se na maximização do seu valor. Em termos reais, as entidades almejam por ativos que agregam maior valor para a empresa. Não obstante, necessária se faz a utilização de medidas gerenciais que traduzam aos gestores tais informações.

Objetivando atender a demanda verificada anteriormente, surgem alguns indicadores de

mensuração de valor. Dentre os indicadores mais tradicionais e conhecidos, destaca-se o *economic value added* (EVA)[®] e o *market value added* (MVA)^{®3} que serão abordados nos próximos tópicos. Existem outros indicadores que se baseiam nos mesmos fundamentos do EVA[®]. Segundo Lopo et al. (2001), alguns exemplos podem ser:

- (i) *Cash Flow Return on Investment* (CFROI);
- (ii) *Shareholder Value Added* (SVA);
- (iii) *Adjusted Economic Value Added* (AEVA) e
- (iv) *Refined Economic Value Added* (REVA).

Ainda segundo o mesmo autor, o CFROI é um produto oferecido pela *Boston Consulting Group* e sua formatação é similar à taxa interna de retorno (TIR). Convertem-se dados de probabilidade em fluxos de caixa brutos. Dois são os processos realizados: (i) mensura-se e ajusta-se o fluxo de caixa pela inflação e o compara-se com o investimento corrigido realizados pelos proprietários do capital e (ii) utiliza-se o índice apurado no item anterior com uma taxa interna de retorno.

O SVA estrutura-se no desconto de fluxos de caixa futuros a valor presente, calculando assim o valor da empresa. Seus precursores são: Alfred Rappaport e LEK/Alcar *Consulting Group*. A análise de desempenho baseia-se na comparação do desempenho real do fluxo de caixa com o projetado.

A “abordagem do valor para o acionista” estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previsto pelo custo de capital. Esses fluxos de caixa, por sua vez, servem como ponto de partida para os retornos dos acionistas com base em dividendos e valorização do preço da ação. (...) Enquanto o valor para o acionista caracteriza o valor econômico absoluto resultante do cenário previsto, o SVA aborda a *mudança* no valor ao longo do período de previsão (...) a criação de valor para o acionista resulta do investimento da empresa a taxas acima do custo de capital exigido pelo mercado de capitais (RAPPAPORT, 2001, p. 50 e 70).

Quanto ao *Adjusted Economic Value Added* (AEVA) e *Refined Economic Value Added* (REVA), segundo Lopo et al. (2001), parecem ser versões adaptadas do EVA[®].

A ênfase do AEVA é utilizar o valor corrente de ativos substituindo o valor contábil. No REVA, utiliza-se o valor de mercado da firma do período anterior substituindo o valor contábil. Os dois indicadores adotam o fluxo de caixa, ressaltando que os procedimentos norteadores de tais procedimentos são por demais complexos.

3.1 Valor Econômico Agregado

Na concepção do valor econômico, como o objetivo enunciado de qualquer empresa é gerar, em suas decisões financeiras, um retorno que remunere as expectativas de rendimentos de seus proprietários de capital, a comparação do retorno sobre o investimento (ROI) com o CMPC permite identificar se a empresa está agregando ou destruindo valor econômico.

Tal comparação pode estar consubstanciada em um sistema de gestão. Nesse sistema de gestão, o valor econômico agregado, ou *economic value added*, é conceituado como uma medida de desempenho econômico. É conhecido pela sigla EVA[®]. Foi desenvolvido por economistas e surgiu há mais de duzentos anos, com o objetivo inicial de medida de desempenho e sistema de gestão.

Passou para a denominação efetiva de EVA[®] após vários estudos efetuados pela Stern Stewart a partir dos anos oitenta. Em sua fórmula original, EVA[®] nada mais é do que o valor econômico agregado ou adicionado de uma entidade, ou seja, o resultado da empresa que exceder à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital. Na ênfase atual, EVA[®] é a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode auxiliar o processo de tomada de decisões das empresas.

O lucro residual “é o lucro menos o retorno desejado do investimento em dinheiro” (HORNGREN, FOSTER e DATAR, 2000, p.

663). O EVA[®] em sua fórmula original é a simples noção de lucro residual, ou seja, é o lucro operacional deduzidos os impostos e encargo sobre o capital; é o lucro que excede o custo do capital utilizado para realizar o lucro operacional.

Para Grant (1997), o *economic value added* é definido como a diferença entre o lucro líquido operacional da empresa (antes do imposto) e o custo total do capital expresso em termos monetários. Completa ainda que o EVA[®] serve como um modelo de mensuração de sucesso das finanças corporativas, porque está estritamente alinhado com a maximização da riqueza solicitada pelos acionistas. Não obstante, nada impede de ser calculado após o imposto de renda, como é muito usual e conveniente.

Segundo Ehrbar (1999, p. 1) em seu nível mais básico, o EVA, uma sigla para *valor econômico agregado*, é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza. Mas o EVA é muito mais do que uma simples medida de desempenho. É a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica; que pode transformar uma cultura corporativa; que pode melhorar as vidas profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos; e que pode ajudá-los a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios. (...) a maneira mais óbvia pela qual o EVA auxilia gerentes a tomarem melhores decisões é cobrando suas operações pelo custo de todo o capital.

O autor sintetiza a questão explicando que o encargo sobre o capital induz gerentes a utilizarem ativos com maior cuidado, ou seja, dando ênfase aos custos associados. Em verdade, permite a avaliação periódica do custo do capital em cada decisão a ser tomada, inclusive com análise dos reflexos entre custos operacionais e custos de capital.

Para Rappaport (2001), o EVA[®] é uma versão do lucro residual. Segundo o autor, o EVA ajusta o valor contábil ao chamado “valor contábil de livro” adicionando equivalentes de capital próprio com o objetivo de uma aproximação do caixa total investido na empresa.

Do ponto de vista contábil, o EVA[®] nada mais é do que a aplicação efetiva do custo do capital próprio. “Chama-se de Valor Econômico Adicionado ao lucro que a empresa produz depois de deduzir do lucro contábil o Custo do Capital Próprio. Ou seja, representa o ganho que sobra depois de considerar o Custo do Capital Próprio como se fosse despesa” (Martins, 1996, p. 432).

A fórmula do valor econômico adicionado está relacionada diretamente ao critério do valor presente líquido. A diferença principal entre os dois é que o valor econômico adicionado inicia seu cálculo com o lucro contábil, que inclui vários acréscimos e alocações, em vez de fluxos de caixa, como faz o valor presente líquido. Esta é a razão pela qual o valor econômico adicionado é mais apropriado para auxiliar projetos já existentes, por exemplo, para um produto ou divisão, do que para avaliar a oportunidade de um novo investimento. (ATKINSON et al., 2000, p. 541).

Na referida concepção, o valor econômico adicionado inicia-se pelo lucro contábil baseado nos princípios fundamentais de contabilidade, sendo, em seguida, ajustado.

Dois princípios básicos de finanças empresariais podem ser cobertos quando se trabalha com valores de EVA[®] projetado. São eles: (i) maximização da riqueza dos acionistas; (ii) apuração do valor da empresa que depende do retorno futuro esperado pelos investidores, excluído o custo do capital.

O lucro contábil não garante, por si só, a remuneração do capital. Métodos alternativos deverão cuidar dessa análise. O EVA[®] é utilizado pelas entidades que optaram pela gestão baseada em valor e não simplesmente como um índice de análise financeira.

Um sistema de gestão financeira é um conjunto de políticas, procedimentos, medidas e métodos financeiros que ajudam e controlam as operações e estratégias de uma empresa. Isso é o EVA[®]. Matematicamente, pode-se explicar esse instrumento do sistema de gestão da seguinte maneira:

$$EVA^{\text{®}} = LOP - (CMPC - INVT)$$

Onde,
 LOP= lucro operacional líquido após tributação
 CMPC= custo percentual de capital
 INVT= investimento total

Em forma de demonstração, o EVA[®] pode ser apresentado da seguinte maneira:

Tabela 3 – Demonstração do EVA[®]

Demonstração do Valor Econômico Agregado	\$
Receita Bruta do Período	\$\$\$
(-) Deduções da Receita	\$\$\$
= Receita Líquida do Período	\$\$\$
(-) Custos e Despesas Operacionais	\$\$\$
= Lucro Operacional antes dos Impostos	\$\$\$
(-) Impostos	\$\$\$
= Lucro Operacional líquido de Impostos	\$\$\$
(-) Custo do Capital Investido	\$\$\$
= Valor Econômico Agregado	\$\$\$

Alguns problemas surgem em relação às nomenclaturas da fórmula do EVA[®]. Podem ser enumerados da seguinte forma: (i) como medir corretamente o lucro operacional; (ii) como medir o capital/ e (iii) como determinar o custo de capital. A discussão desses pontos será efetuada no capítulo quatro desse estudo.

Obviamente existem vantagens e limitações. Embora o EVA[®] não se constitua em uma novidade, consegue resgatar conceitos simples e fundamentais de uma gerência voltada para análise de valor.

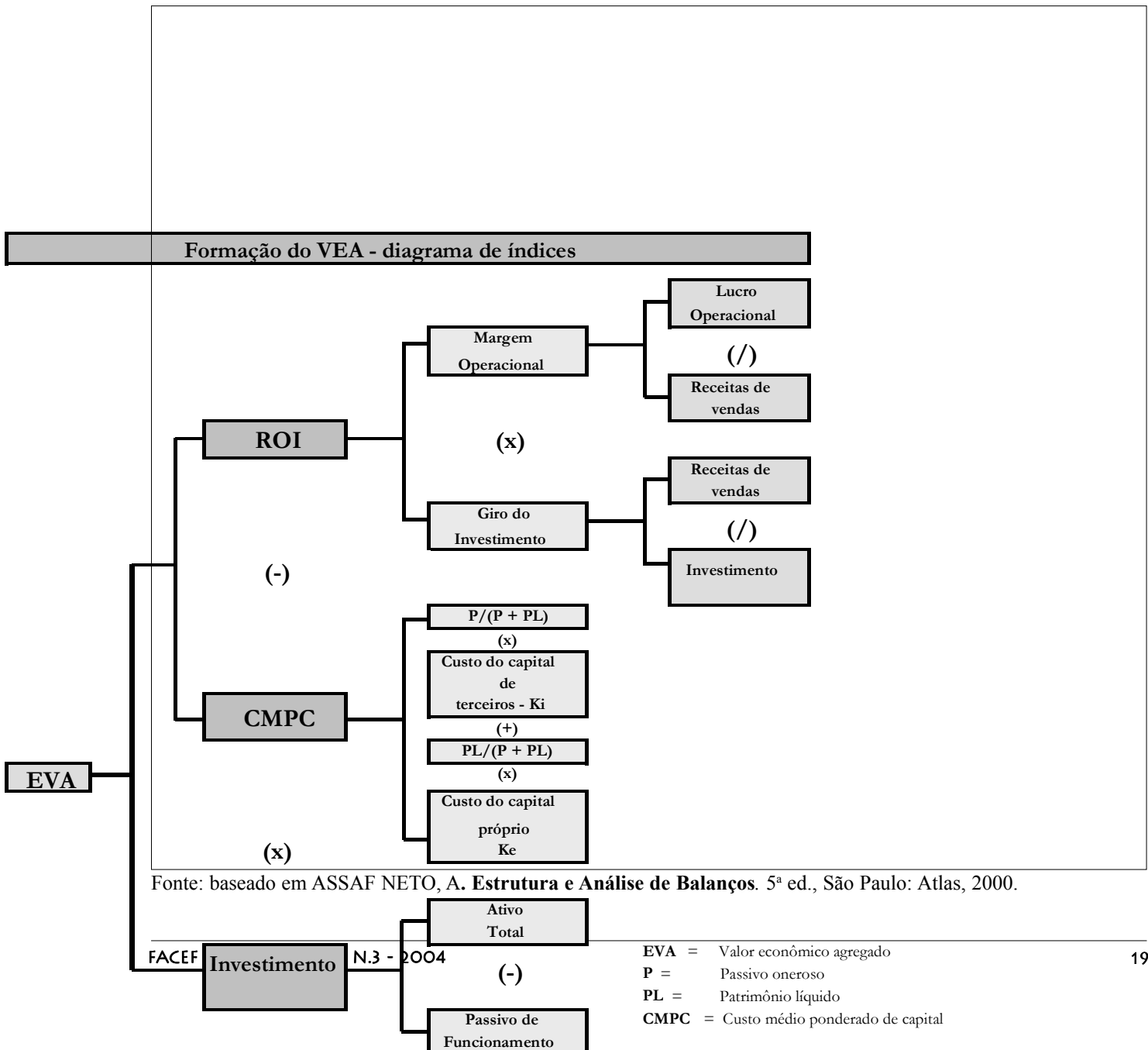
Dadas a sua simplicidade de compreensão e a capacidade de conscientizar gestores sobre

perspectivas futuras do negócio, o EVA[®] tem sido muito atrativo para auxílio no processo de tomada de decisões. Pelo menos uma importante limitação pode ser identificada nesse processo.

Quando calculado de maneira geral, o EVA[®] leva em consideração os dados contábeis tradicionais, ou seja, tais informações tendem a ocultar fatos, que se tratados isoladamente, interfeririam com relevância no resultado apurado.

Especificando melhor esse conceito como um refinamento da fórmula, a formação do valor econômico agregado está determinada conforme demonstrado na figura 1.

Figura 1 – Formação do Valor Econômico Agregado



Na tentativa de uma síntese dos conceitos anteriormente abordados, pode-se dizer que o EVA[®] mostra o lucro residual, ou seja, o excesso. Quando trazido a valor presente, o EVA[®] representa a riqueza gerada na empresa, dentro de um período determinado.

3.2 Market Value Added (MVA)[®] e Goodwill

Tanto o EVA[®] quanto o *market value added* (MVA)[®] advêm da abordagem da administração baseada em valor, ou *value based management* (VBM). São indicadores de mensuração de valor que surgiram para atender a forte demanda por posturas gerenciais mais arrojadas no mundo empresarial.

Nessa abordagem de gerenciamento, as aspirações, as técnicas de análises e os processos gerenciais são totalmente voltados para a maximização da riqueza da empresa, conseqüentemente, do acionista.

Com relação ao EVA[®], reafirma-se que é uma medida de lucro residual que orienta a gerência sobre a geração de valor da empresa. É considerado residual, pois leva em consideração a remuneração do capital. O EVA[®], quando apurado dos demonstrativos financeiros da empresa, reflete o valor residual referente ao período, podendo inclusive ser projetado.

Não obstante, deixa a desejar quando na mensuração da efetiva riqueza criada ou consumida pela empresa num determinado período. Tentando minimizar tal problema, trabalha-se com valores projetados. Isso posto, para se chegar a essa criação efetiva de riqueza, necessário se faz o cômputo do comportamento das cotações das ações no mercado acionário.

Segundo Ehrbar (1999, p. 35), o valor de mercado não diz absolutamente nada sobre a criação de riqueza. Nos diz o valor de uma empresa, é claro, mas despreza aquele assunto vital de quanto capital a empresa investiu para

alcançar aquele valor. A criação de riqueza é determinada não pelo valor de mercado de uma empresa e sim pela *diferença* entre o valor de mercado e o capital que investidores comprometem naquela empresa.

Segundo o referido autor, o valor de mercado agregado (MVA)[®] é a medida definitiva de criação de riqueza. Supera outras medidas por ser a diferença entre entrada de caixa e saída de caixa, ou seja, o que investidores colocam na empresa como capital e o que poderiam receber na venda das ações no mercado corrente.

Em outras palavras, MVA[®] é equivalente à estimativa do mercado de capitais do valor presente líquido ou NPV (método do fluxo de caixa descontado para avaliação de investimentos) de uma empresa. Essencialmente, é a diferença entre o valor total de mercado de uma empresa e o valor dos fundos nela investidos.

Para Grant (1997),⁴ esta associação positiva entre as duas medidas (EVA[®] e MVA[®]) de sucesso financeiro indica favoravelmente que o EVA[®] demonstra informações positivas aos investidores, sobre a capacidade da empresa em gerar valor econômico agregado no futuro.

Ehrbar (1999, p. 36) menciona que (...) o MVA[®] é automaticamente ajustado para o risco, já que os valores de mercado de empresas incorporam julgamentos de investidores quanto a risco além de desempenho (...) é uma medida que pode ser utilizada para comparar diretamente os desempenhos de empresas em setores diferentes ou até mesmo em países diferentes (...) o objetivo financeiro maior de toda empresa deveria ser criar tanta riqueza para acionistas – tanto MVA – quanto possível.

Ainda segundo o mesmo autor, embora a meta de qualquer empresa devesse ser criar o maior MVA[®] possível, na prática não tem muita utilidade como guia para a tomada de decisões. O autor justifica sua afirmativa reportando-se a três pontos fundamentais:

- (i) as mudanças no nível geral da bolsa de valores poderão sobrepujar a contribuição das ações da gerência no curto prazo;
- (ii) o MVA[®] somente poderá ser calculado se a empresa tiver suas ações negociadas em bolsa e tiver um preço de mercado; e
- (iii) mesmo para empresas de capital aberto, o MVA[®] somente deverá ser calculado no consolidado da empresa.

O MVA[®] de uma empresa pode ser considerado o valor presente do montante pelo qual investidores esperam que os lucros futuros excedam ou fiquem aquém do custo de capital.

Na colocação de Ehrbar (1999, p. 59), o “lucro” que determina o MVA é o lucro econômico, ou lucro operacional, menos o custo de capital. Isto é EVA”. (...) MVA é o valor presente do EVA futuro esperado – é a maneira mais direta de gerir visando um aumento de MVA. De forma simplista, se uma empresa aumenta seu EVA e investidores esperam que o aumento seja permanente, o MVA aumentará pelo EVA adicional capitalizado pelo custo do capital. (...) Na prática, um aumento de EVA poderia fazer com que investidores esperassem mais aumentos no futuro, ocasionando um maior aumento de MVA. Ou, então, investidores podem esperar que a mudança seja transitória, para que o multiplicador seja menor.

Para efeito desse estudo, opta-se pelo EVA[®] por ser um indicador contextualizado nas premissas do MVA[®]. Concluindo, o EVA[®] é um direcionador de valor, indicando o comportamento do MVA[®], ou seja, dando base para o seu cálculo. Não obstante, para se calcular o MVA[®], necessário se faz a aplicação de ajustes para converter o valor contábil em valor econômico. Matematicamente tem-se:

$$MVA = \frac{EVA}{CMPC}$$

Com relação ao *goodwill*, Hendriksen & Van Breda (1999) colocam como sendo o mais importante ativo intangível na maioria das empresas. Ressaltam que é um ativo de tratamento complexo, resultando em atenção especial na questão da mensuração.

Segundo os autores, três são os enfoques principais com relação à avaliação: (i) utilizando-se de avaliação de atitudes favoráveis em relação à empresa; (ii) por meio do valor presente da diferença positiva entre lucros futuros esperados e o retorno sobre o investimento total e, (iii) por meio de uma conta de avaliação, apura-se a diferença entre o valor total da empresa e as avaliações dos ativos líquidos tangíveis e intangíveis.

Martins (1972) conceitua o *goodwill* associado à definição de ativo como sendo o resultado econômico que se espera obter no futuro. Numa outra colocação, resume que “o *goodwill* pode ser considerado como o resíduo existente entre a soma dos itens patrimoniais mensurados individualmente e o valor global da empresa”. (Martins, 2001, p. 124).

O conceito de *goodwill* pode ser equiparado ao conceito amplo do MVA[®]. O MVA[®] e o *goodwill* caracterizam-se pela diferença entre o valor total de mercado de uma empresa e o valor dos fundos nela investidos. A prerrogativa que determina a diferença entre as aplicações diz respeito à forma de avaliação.

A avaliação do investimento pelo MVA[®] normalmente é feita pelo custo corrigido, enquanto no conceito amplo do *goodwill* essa avaliação pode ser efetuada pelo custo de reposição.

Uma outra colocação pode ser feita na comparação do *goodwill* com relação ao EVA[®]. Ao relacionar o EVA[®] com o custo médio ponderado de capital, pode-se chegar ao *goodwill* da empresa.

4 A Informação Contábil Baseada em Valor

A postura tradicional de contabilidade com ênfase no lucro e na rentabilidade já não atende, em sua plenitude, aos anseios dos usuários. Necessário se faz que as informações traduzam realidade empresarial aos seus gestores. Realidade esta que se preocupa demasiadamente com o conceito de valor.

Demonstrações contábeis tradicionais perdem muito em essência econômica das informações divulgadas. Com as mudanças econômicas constantes, as entidades precisam traduzir em suas posições patrimoniais tais reflexos.

Não obstante, muito tem se evoluído nessa questão. Recentes estudos e pesquisas na área contábil atentam demasiadamente para o fator essência econômica da informação. O parâmetro escolhido dentre os usuários é a criação de riqueza das entidades. Para se chegar à medição da criação de riqueza, necessária se faz uma estruturação das informações contábeis baseada em valor.

Inúmeros são os conceitos atribuídos a valor. No presente estudo, o conceito de valor se restringirá em dois: (i) valor patrimonial e (ii) valor econômico. Por valor patrimonial entende-se o resultado da soma dos bens que constituem o patrimônio total de uma entidade em dado momento. Pelo valor econômico, entende-se o fluxo futuro esperado (potencial de resultados) por uma entidade, consubstanciando-se no valor da empresa.

Nesse aspecto, o conceito pragmático de maximização da riqueza dos acionistas como objetivo geral da empresa é ampliado. Nesse conceito, agrega-se o interesse dos *stakeholders*⁵. Portanto, a informação contábil baseada em valor deverá atender-se não somente para as solicitações dos acionistas como também dos *stakeholders*.

De acordo com Gitman (1997), uma empresa atenta aos *stakeholders* evitará conscientemente medidas que possam ser prejudiciais a eles, ou

seja, afetar sua riqueza, transferindo-a a empresa. Completa ainda que, em se mantendo um bom relacionamento entre as partes, vista como responsabilidade social da empresa, a mesma poderá atingir melhor seu objetivo de maximização da riqueza dos acionistas por meio da cooperação – em lugar do conflito – com seus *stakeholders*.

Constatado o objetivo da empresa em maximizar a riqueza do acionista, considerada a prerrogativa de que o investimento do acionista revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio.

Se uma empresa for capaz de remunerar seus proprietários somente até o limite de suas expectativas mínimas de retorno, o seu valor de mercado restringe-se ao montante necessário que se despenderia para edificá-la, ou seja, ao valor de reposição de seus ativos (fixos e de giro). O valor é criado ao acionista somente quando as receitas de vendas superarem a todos os dispêndios incorridos, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio.

Continuando essa linha de pensamento, quando o valor da empresa exceder ao valor de realização de seus ativos, será indício de que houve agregação de riqueza. Esse é o conceito do *market value added* (MVA)[®] também conhecido como *goodwill*. Cabe ressaltar que alguns autores renomados, como os da escola americana, não fazem uma ligação direta entre o MVA[®] e o *goodwill*.

Concluindo, Lopo et al. (2001, p. 259),

(...) os indicadores baseados no valor se constituem numa tendência para as medidas de desempenho. A utilização implícita do custo de oportunidade (ajustada pelos riscos) é uma tentativa de resgate da relevância dos relatórios contábeis, auxiliando os gestores nas tomadas de decisões que agregam riqueza.

5 Conclusão

Elaborar um sistema de informação contábil baseado em valor não é tarefa simples. Em verdade, torna-se um sistema até certo ponto audacioso. Tal prerrogativa fundamenta-se em algumas premissas: (i) a contabilidade tradicional não considera o custo de oportunidade do capital próprio; (ii) a contabilidade efetuada de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade não demonstra informações relacionadas com valor; (iii) a legislação societária vigente está desatualizada em pontos fundamentais que, de certa forma, interferem no valor do patrimônio da empresa; (iv) os órgãos de classe e regulamentadores não se posicionam claramente com relação ao *disclosure* da informação contábil ao usuário.

Enfim, muitas outras questões poderiam ser levantadas no tocante às dificuldades encontradas para se efetuar um sistema contábil voltado para o valor.

Segundo Ehrbar (1999, p. 129), os contadores têm lutado de forma hercúlea durante o último quarto de século para fazer com que demonstrativos de resultados e balanços reflitam mais precisamente a condição financeira e o desempenho das corporações. (...) a distância crescente, por assim dizer, entre os GAAP e a realidade decorre de uma tendência extremamente conservadora da profissão contábil. Quando contadores se deparam com uma escolha entre várias maneiras de tratar um item, quase que invariavelmente escolhem a opção que colocará a menor cifra no demonstrativo de resultados ou no balanço patrimonial. Eles imediatamente baixam todos os gastos em intangíveis como pesquisa e desenvolvimento e treinamento de funcionários mesmo que as empresas façam essas despesas apenas porque esperam um retorno positivo no futuro.

A entidade almeja muito mais que isso. Necessita de medidas que ofereçam indicações e *feedback* confirmando ou refutando as decisões de

alocação de capital. Não obstante, esse estudo almeja preencher uma lacuna perfeitamente visível no sistema contábil tradicional.

Trabalhar com dados que traduzam lucro e rentabilidade não é mais suficiente para as empresas assegurarem sua continuidade, enquanto trabalhar com dados que traduzam valor passa a ser questão de sobrevivência do negócio.

Em inúmeras vezes a empresa obtém lucro contábil, distribui uma parcela desse montante e, sem perceber, não está conseguindo gerar riqueza. Possivelmente, essa empresa se descapitalizará e apresentará forte tendência à descontinuidade.

Nesse momento, o objetivo foi traçar alguns pontos da teoria das finanças e a contabilidade ressaltando a importância da elaboração de um sistema contábil baseado em valor. Tal prerrogativa enfatiza a contabilidade partindo dos moldes tradicionais, sendo ajustada para se obter parâmetros relacionados ao valor.

Não é o objetivo desse estudo mudar a estrutura conceitual contábil, nem os princípios fundamentais de contabilidade. O intuito é trabalhar com um sistema contábil totalmente voltado para questões gerenciais, com o propósito de atender aos usuários principais em consonância com o descrito no escopo desse trabalho, ou seja, maximizar a riqueza dos acionistas.

Referências

ARAÚJO, A. M. P. **Ajustes da Contabilidade Tradicional para uma contabilidade Baseada em Valor**. Tese (Doutorado). São Paulo, FEA-USP, 2002.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2000.

_____. **Contabilidade baseada em valor**. SP: Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos, FEA-USP, Jul. 1999.

- ATKINSON, A. A. et al. **Contabilidade Gerencial**. Tradução de André Olímpio Mosselman Du Chenoy Castro. São Paulo: Atlas, 2000.
- BEUREN, I. M. **Conceituação e Contabilização do Custo de Oportunidade**. São Paulo: *Caderno FIPECAFI*, n. 8, Abr. 1993.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed., Portugal: McGraw-Hill, 1992.
- CATELLI, A. (coord.). **Controladoria – Uma Abordagem da Gestão Econômica**. São Paulo: Atlas, FIPECAFI, 1999.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation**. Tradução: Maria C.S.R. Ratto. McKKinsey & Company, Inc., SP: Makron Books, 2000.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Tradução de Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- EHRBAR, Al. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- FISHER, I. **A Teoria do Juro**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed., São Paulo: Harbra, 1997.
- GRANT, J. L. **Foundations of Economic Value Added**. New Hope, Pennsylvania: By Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
- GUERREIRO, R.; CATELLI, A. (coords.). **Controladoria – Uma Abordagem da Gestão Econômica**. São Paulo: Atlas, FIPECAFI, 1999.
- HENDRIKSEN, E.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- HICKS. **Value and Capital**. Oxford: Clarendon Press, 1946.
- HORNGREN, C. T.; FOSTER, G.; DATAR, S. M. **Contabilidade de Custos**. 9. ed., Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 3. ed., São Paulo: Atlas, 1993.
- _____. **Conceito Econômico e Contábil de Lucro: Simetrias e Arritmias**. RBC – v. 24, n. 96, p. 12-15, Nov/Dez. 1995.
- _____. MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às demais Sociedades**. 5. ed., São Paulo: Atlas, FIPECAFI, 2000.
- KASSAI, J. R.; KASSAI, S.; SANTOS, A. et al. **Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. São Paulo: Atlas, 1999.
- LOPO, A.; BRITO, L.; SILVA, P. R.; MARTINS, E. (coords.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, FIPECAFI, 2001, p. 186-262.
- MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. Tese (Doutorado). São Paulo: FEA-USP, 1972.
- _____.; ASSAF NETO, A. **Administração Financeira – As finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1991.
- _____. (coord.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, FIPECAFI, 2001.
- _____. **Extinção da correção monetária – Os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (1ª e 2ª parte)**. São Paulo: Informações Objetivas, Caderno Temática Contábil e Balanços, Bol. 43/96 e 44/96, p. 426-446, 1996.

_____. **Por que o Balanço não Fornece o “Valor da Empresa”?** São Paulo: Informações Objetivas, Caderno Temática Contábil e Balanços, Bol. 18/92, p. 143-146.

PEREIRA, C. A.; OLIVEIRA, A. B. S.; CATELLI, A. (coords.). **Controladoria – Uma abordagem da Gestão Econômica.** São Paulo: Atlas, FIECAFI, 1999, p. 414–426.

RAPPAPORT, A. **Gerando Valor para o Acionista.** Tradução de Alexandre L.G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira – Corporate Finance.** São Paulo: Atlas, 1995.

SOLOMONS, D. Economic and accounting concepts of income. **The Accounting Review.** Jul. 1961.

STERN & STEWART & Co./AL EHRBAR. **EVA – The Real Key to Creating Wealth.** New York: John Wiley & Sons, 1998.

STEWART, G. Bennett III. **The Quest for Value.** Harper Business, 1990.

generate economic value-added for the future” (Grant, 1997, p. 39, tradução livre).

⁵ *Stakeholders*: são grupos de pessoas ou instituições que têm um vínculo econômico direto com a empresa; definem o sucesso da empresa ou afetam sua habilidade em atingir seus objetivos. Esses grupos podem ser: empregados, clientes, fornecedores, credores, etc.

Notas

¹ “ (...) alguns exemplos de formas de contabilização que alteram o resultado do exercício são: estoques (PEPS, UEPS, Custo Médio etc.), pesquisa e desenvolvimento (despesas do período ou contabilização para posterior amortização), depreciação (linha reta, soma dos dígitos etc.), *leasing* (compra financiada ou aluguel) etc.” (LOPO et al., 2001, p. 239).

² *Net Operating Profits After Taxes* (NOPAT).

³ **EVA** e **MVA** são marcas registradas da Stern Stewart & Co.

⁴ “ (...) *This positive association between the two measures of corporate financial success indicates that the currently favorable EVA news conveys positive news to investors about the firm’s ability to*