

CONTABILIDADE APLICADA PARA A GESTÃO BASEADA EM VALOR – UM EXEMPLO EMPÍRICO¹

ACCOUNTING APPLIED TO VALUE BASE MANAGEMENT – AN EMPIRICAL EXAMPLE

Adriana Maria Procópio de **ARAÚJO**

Professora Associada do Departamento de Contabilidade da FEA/RP – Universidade de São Paulo

Doutora em Contabilidade pela FEA-USP

amprocop@usp.br

Alexandre **ASSAF NETO**

Professor Titular do Departamento de Contabilidade da FEA/RP - Universidade de São Paulo

Doutor em Administração pela FEA/USP

assaf@terra.com.br

Resumo

Elucidar, de maneira didática, a aplicação da contabilidade no apoio à gestão baseada em valor, será o propósito desse trabalho. A contabilidade é uma ferramenta que pode auxiliar o gestor em informações relacionadas à criação de valor. Nesse contexto, o modelo de apuração de valor empresarial, baseado no valor econômico agregado, é aplicado a um exemplo prático. O desenvolvimento leva em consideração as demonstrações contábeis publicadas de uma empresa hipotética e a contabilização de alguns dos ajustes necessários para se desenvolver informações voltadas para o valor. A metodologia utilizada consiste num estudo empírico analítico. Para efeito de demonstração, a cada simulação desenvolvida, é feita a análise comparativa dos resultados obtidos e as limitações de utilização prática.

Abstract

This paper describes in a didactic way the application of accounting as a support for value based management. Accounting is a tool that can help the manager with value creation information. In this context, the calculus model of company value based on the economic value added will be applied to a practical example. The example development takes into account published financial statements of a hypothetical company and also some of its accounting registers adjustments necessary to develop information targeted at value. The methodology used was an analytical empirical study. In each simulation presented and developed, a comparative analysis of the obtained results was carried out and the practical use limitations were approached.

Palavras-chave: Contabilidade – Gestão Baseada em Valor – Valor Econômico Agregado.

Key-words: Accounting – Value Based Management – Economic Value Added.

Introdução

Talvez a questão, em iminência, ao se tentar estruturar dados contábeis a uma gestão direcionada ao valor seja: isso é mesmo necessário? Ao tentar buscar argumentações a tal questionamento, mister se faz definir qual o objetivo de uma empresa. Assumindo a postura de que o objetivo principal de uma empresa é o de maximizar a riqueza do acionista, inevitavelmente que informações relacionadas à criação de valor deverão existir.

Reportando-se para outras economias, verifica-se que, nos Estados Unidos, existe uma tradição estabelecida de que a alta administração tem por obrigação maximizar o valor para o acionista (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000). Em outros países, como por exemplo, alguns pertencentes a Europa Continental e Japão, as práticas estabelecidas são diferentes. Ainda segundo esses autores, nesses países, “ponderações complexas são atribuídas aos interesses de clientes, fornecedores, trabalhadores, governo, credores, acionistas e até mesmo da sociedade em geral” (p.3).

Se, por um lado, os países da Europa Continental e Japão se fundamentam no sucesso das empresas japonesas automobilísticas e eletrônicas, por outro, evidências contrárias a essa postura são cada vez maiores. Constata-se, ainda que a visão européia de gestão tem sido mudada, aproximando-se, sobremaneira, da visão norte-americana, ou seja, enfatiza-se a riqueza do acionista.

O modelo americano é caracterizado pela maximização do valor para o acionista, a distribuição pulverizada das dívidas e das ações das empresas e um mercado ativo de disputa pelo controle acionário. Este modelo parece estar intimamente vinculado a um padrão de vida mais alto, a maior produtividade e a mercado de capitais mais ativos. Se os países cujos modelos econômicos não são baseados na maximização do valor para o acionista derem aos investidores retornos menores do que os que são, lentamente começarão a sentir escassez de capital. Isso ocorrerá à medida que os mercados

de capitais caminharem na direção da globalização (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000, p.3).

Os autores citados concluem que os países, ao se direcionarem para modelos econômicos baseados em valor, tornar-se-ão mais competitivos à medida que o capital adquirir mais mobilidade numa economia globalizada. Em mercados emergentes, como é o caso do Brasil, a realidade é um pouco diferente. Não se posiciona para a maximização do valor para o acionista nem para ponderações complexas a grupos distintos. Em verdade, a realidade retrata situações de incertezas, e ao mesmo tempo, de elevada flexibilidade econômica. Ademais, esses mercados apresentam, normalmente, práticas contábeis diferentes em relação aos praticados pelos mercados desenvolvidos. De acordo com os mesmos autores, “a maior diferença entre a avaliação em mercados desenvolvidos e emergentes é o maior nível de risco encontrado nos mercados emergentes” (p. 370).

Leva-se em consideração não somente os riscos relacionados à estratégia empresarial, como também riscos causados pela volatilidade dos mercados de capitais e dos ambientes macroeconômicos e políticos. Segundo os autores, os riscos mais comuns são: (i) volatilidade da taxa de câmbio; (ii) volatilidade da taxa de inflação; (iii) crescimento irregular do PIB; (iv) mercados de capitais ineficientes, restritos e/ou voláteis; (v) guerras ou distúrbios civis; (vi) desapropriações; (vii) riscos fiscais e de regulamentação; (viii) restrições sobre fluxos de capitais; (ix) direitos de investidores definidos ou preservados de maneira inadequada; e (x) corrupção e fraude.

Observa-se que muitas são as limitações detectadas quando se tenta comparar modelos de avaliações aplicados em países desenvolvidos e em países emergentes. Do ponto de vista contábil, diferenças também são detectadas. A título de exemplo, tem-se a questão do reconhecimento da inflação nos demonstrativos financeiros. Técnicas diferentes para refletir o impacto da inflação nos demonstrativos finalizam como consequência, resultados diferentes.

1.1 Objetivo do estudo

Diante da contextualização, qual informação contábil poderá ser útil, ou mais adequada, a uma administração preocupada com a criação do valor? A contabilidade estruturada de acordo com os princípios contábeis não atende, em sua plenitude, à gestão baseada em valor. Alguns ajustes deverão ser efetuados, como por exemplo: pesquisas e desenvolvimento, investimentos estratégicos, contabilização de aquisições, reconhecimento de despesas, depreciação, encargos de reestruturação, impostos etc. Vários são os modelos que, de alguma forma, objetivam apurar o valor de uma empresa. Nesse exemplo, foi escolhido o modelo baseado no valor econômico agregado ou *economic value added* (EVA®).

1.2. Metodologia

Todo trabalho científico demanda um método de análise. Entende-se por método o conjunto das atividades sistemáticas, permitindo alcançar o objetivo, traçando caminhos, detectando erros e auxiliando as decisões. Portanto, não se trata de uma mera exigência formal, mas de algo que deve auxiliar o pesquisador na busca do conhecimento científico (Lakatos; Marconi, 2000, p.18).

De acordo com Yin (2001), uma pesquisa qualitativa assinala uma tentativa de entendimento dos significados e características situacionais apresentadas, em lugar da produção de medidas quantitativas de características ou comportamentos. Especificamente, o plano de pesquisa conduz a um estudo exploratório que, segundo o autor, justifica-se quando não se tem informação sobre determinado tema e se deseja conhecer o fenômeno.

A pesquisa, segundo Martins (1994), apresenta a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos. A ênfase metodológica é na relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica. Portanto, esse esboço enquadra-se como um estudo empírico analítico. Buscou-se, por meio de um exemplo de caso, a aplicação hipotética de ajustes contábeis para o cálculo do EVA®.

2 Modelo Baseado no EVA®

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 é o fato almejado. A comparação do retorno sobre o investimento (ROI) com o custo médio ponderado de capital (CMPC) ou *weighted average cost of capital* (WACC) permite identificar se a empresa está agregando ou destruindo valor econômico.

A 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. O valor econômico agregado é conhecido pela sigla EVA®. Foi desenvolvida 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* (empresa de consultoria norte-americana), 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 excedente 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. 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 à forte demanda por posturas gerenciais mais arrojadas no mundo empresarial.

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. Não obstante, para se calcular o MVA®, necessário se faz a aplicação de ajustes para converter o valor contábil em valor

econômico. O modelo de avaliação baseado no EVA[®] considera o valor da empresa como resultado do valor presente dos EVAs[®] futuros, sendo esse resultado o *goodwill* (MVA[®]), mais o capital total investido.

De acordo com Ehrbar (2000, p. 102), a eliminação das distorções da contabilidade convencional e a cobrança do custo de capital fazem do EVA[®] uma medida de significado muito maior do que percebe a maioria das pessoas. Contabilizando os dados econômicos do negócio corretamente e subtraindo o custo de todos os recursos exigidos para produzir receitas, inclusive o custo de capital, o EVA[®] captura com precisão a produtividade combinada de todos os fatores de produção numa única medida. Completa, mencionando a possibilidade de se obter o valor de uma empresa com base no lucro econômico. O valor presente dos EVAs[®] futuros, somado ao capital, equivale ao valor de mercado da empresa.

A escolha está estruturada em algumas premissas. Uma delas é que entre os modelos mais estudados, esse parece atender com maior grau de eficiência à questão da relevância e confiabilidade da informação contábil. Outra premissa está relacionada à objetividade das informações estruturadas pelo modelo. Uma terceira premissa é a cobertura dos princípios básicos de finanças, o da maximização da riqueza dos acionistas e o da apuração do valor da empresa, considerando o retorno futuro esperado pelos investidores, excluído o custo do capital.

3 Exemplo de Caso – Cia. Saúde

A título de ilustração, criou-se uma empresa hipotética, denominada de Cia. Saúde. É uma entidade exploradora da atividade de prestação de serviços médicos e odontológicos. A empresa se preocupa com expansão para os próximos anos e a diretoria está sendo cobrada pelos acionistas, investidores de mercado e analistas financeiros por informações que traduzam o valor da empresa. Outro questionamento que tem surgido é quanto à gestão do negócio, se está ou não agregando valor ao mesmo. Por último, a diretoria está necessitando de informações mais direcionadas para as decisões de caráter financeiro.

Diante desse cenário, o exemplo tem por objetivo básico o cálculo do valor econômico agregado (EVA[®]) da Cia. Saúde, levando em consideração o custo do capital da empresa, visando sua divulgação junto com os demonstrativos contábeis referentes aos exercícios findos em dez/19x8 e 19x9, bem como suprir as considerações citadas anteriormente. Será ainda simulada uma circunstância em que a Cia. Saúde tenha negociação em bolsa de valores, para então calcular o MVA[®]. Com esse trabalho, a Cia. Saúde procura enquadrar-se nas normas e práticas do mercado financeiro internacional, promovendo a inserção de suas ações nas bolsas dos EUA. A seguir, será demonstrada a informação contábil obtida da Cia. Saúde para o desenvolvimento desse estudo. As informações estão enquadradas nos preceitos da contabilidade financeira e aplicada a sistemática da correção integral.

Tabela 1 – Balanço Patrimonial – Cia. Saúde

Balanço Patrimonial - Cia. Saúde		
em milhares de R\$	dez/x9	dez/x8
ATIVO	20.286.530	20.346.014
CIRCULANTE	1.576.077	1.507.277
Disponível	185.260	67.498
Contas a Receber	1.082.692	1.050.634
Direitos Realizáveis.....	246.255	293.689
Almoxarifado e Outros	61.870	95.456
REALIZÁVEL LONGO PRAZO	59.310	41.801
Depósitos Judiciais	16.924	17.987
Incentivos Fiscais	19.325	18.951
IR/CS Diferido	23.061	4.863
PERMANENTE	18.651.143	18.796.936
Investimentos	10.486	23.995
Imobilizado	18.513.947	18.649.897
Diferido	126.710	123.044
PASSIVO	20.286.530	20.346.014
CIRCULANTE	1.247.295	1.815.496
Fornecedores	41.999	177.027
Salários e Encargos	58.197	112.009
Emprést.e Financiamentos	841.550	1.036.328
Impostos e Contribuições	136.942	167.954
Provisões	149.365	169.640
Juros s/Capital Próprios	19.242	152.538
EXIGÍVEL LONGO PRAZO	5.559.758	5.612.599
Emprést.e Financiamentos	5.023.647	4.870.467
IR Diferido	326.790	397.663
Outras Obrigações	209.321	344.469
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	13.479.477	12.917.919
Capital Social	4.846.513	4.758.892
Reservas de Capital	39.833	39.280
Reservas de Reavaliação	4.762.372	5.029.332
Reserva Legal	86.737	86.737
Lucros Acumulados	3.744.022	3.003.678

Tabela 2 - Demonstração de Resultado do Exercício – Cia. Saúde

Demonstração de Resultado do Exercício - Cia. Saúde				
em milhares de R\$		19x9		19x8
RECEITA BRUTA DE SERVIÇOS		3.609.203		3.800.808
(-) Impostos Inc.s/Serviços		(106.614)		(99.796)
(=) RECEITA LÍQUIDA OPERACIONAL		3.502.589		3.701.012
(-) Custo dos Serviços Prestados		(1.626.651)		(1.697.539)
(=) Lucro Bruto		1.875.938		2.003.473
(-) Despesas com Vendas		(299.425)		(297.176)
(-) Despesas Administrativas.....		(170.902)		(231.434)
(-) Despesas Financeiras		(700.919)		(712.043)
Receitas	(81.017)		126.363	
Despesas	(619.902)		(838.406)	
(=) Resultado Operacional.....		704.692		762.820
(-) Outras Despesas		(95.334)		6.398
(=) Lucro antes do IR		609.358		769.218
(-) IR e CS		6.699		(23.564)
(=) Lucro Líquido		636.057		745.654

3.1 Premissas Assumidas

O desenvolvimento do exemplo procurou corresponder aos conceitos e técnicas enunciados pela moderna teoria de finanças e adotados pelos principais analistas financeiros. Foram consideradas premissas dos modelos propostos por Sharpe, Markowitz, Copeland, Stern & Stewart, entre outros especialistas no assunto.

No entanto, necessário se faz a consideração de alguns critérios utilizados: a) visando manter a comparabilidade com os valores apurados em anos anteriores, o exemplo priorizou manter a metodologia básica, para o cálculo do valor econômico agregado; b) foi mantido em 19x8, o beta calculado pela Cia. Saúde e utilizado nos cálculos do valor econômico agregado nos exercícios de 19x5 a 19x7. Para o exercício de 19x9, procedeu-se um ajuste deste coeficiente em função da variação constatada no índice de endividamento da empresa (maior risco financeiro); c) o exemplo considerou todas as informações financeiras apuradas em moeda de mesmo poder aquisitivo e

expressas em moeda de 31/12/x9. Da mesma forma, todas as taxas de juros consideradas foram deflacionadas, apurando-se sempre a taxa real; d) considerou-se, para cálculo do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social (CS), a alíquota de 34% para estes tributos. Na seqüência, serão abordados os ajustes efetuados no referido exemplo, bem como suas limitações e análises.

3.2 Ajustes Contábeis Propostos

Após a verificação das demonstrações apresentadas pela Cia. Saúde, efetuam-se alguns ajustes contábeis. O objetivo dos ajustes prioriza deixar a informação o mais transparente possível do ponto de vista econômico, podendo calcular indicadores e direcionadores de valor com maior grau de confiabilidade. Obviamente, todos os ajustes mencionados podem impactar significativamente na medição do capital, ou valor econômico contábil.

Os ajustes propostos para esse exemplo serão: (i) correção monetária do Balanço Patrimonial; (ii)

reavaliação de ativos; (iii) equivalência patrimonial; (iv) arrendamento mercantil; (v) gastos com pesquisas e desenvolvimento; (vi) reconhecimento de passivos longo prazo (LP) a valor presente; (vii) método de depreciação; (viii) divulgação de contingência; (ix) impostos; (x) ativos intangíveis e *goodwill*; e (xi) custo de oportunidade do capital próprio.

Não obstante, ressalta-se que alguns dos ajustes anteriormente mencionados já foram considerados como efetuados. Obviamente, parte-se desse pressuposto para enfatizar, com mais importância, os ajustes que são mais polêmicos e emergenciais. O primeiro ajuste, correção monetária das demonstrações contábeis, já foi efetuado na apresentação das demonstrações. No exemplo, parte-se do pressuposto de que as demonstrações de x8 e x9 estão representadas com valores na mesma moeda de x9. O segundo ajuste, reavaliação de ativos, foi efetuado dentro dos exercícios anteriores não requerendo informação adicional. O terceiro método da equivalência patrimonial, não será aplicado nesse caso. O motivo da não aplicação deve-se à simplicidade do método, excluindo, portanto,

possíveis questões de ambigüidade. A partir do quarto ajuste, na seqüência, serão abordadas informações adicionais para a efetiva contabilização na Cia. Saúde.

3.2.1 Arrendamento Mercantil

Supondo que a Cia. Saúde demonstre, em notas explicativas, o seguinte: (i) a empresa possui um contrato de arrendamento mercantil com a Cia. Medica. O referido contrato foi datado de dez/x8, no total de \$500.000 (em moeda de dez/x9) referente a arrendamento de equipamentos médicos e (ii) o prazo do contrato é de 5 anos e a vida útil estimada também é de 5 anos. A Cia. Saúde se responsabiliza com todas as despesas de manutenção e paga anualmente despesas pela utilização na ordem de \$50.000 (moeda de dez/x9). Pelas características apresentadas do contrato refere-se a um arrendamento financeiro, fato esse que pela metodologia do valor, condiciona ao reconhecimento do ativo e passivo, independentemente da forma jurídica de constituição. As contas patrimoniais em dez/x9 ficam assim representadas:

Tabela 3 – Ajuste do Arrendamento Mercantil – Cia Saúde

CONTAS		VALOR
ATIVO CIRCULANTE		\$1.476.077
Disponível .....	.....	85.260
ATIVO PERMANENTE		\$19.151.143
Investimentos .....	.....	\$ 10.486
Imobilizado	<i>\$18.513.947 + \$500.000</i>	\$19.013.947
Diferido .....	.....	\$126.710
PASSIVO CIRCULANTE		\$1.347.295
Empréstimos e Financiamentos	<i>\$841.550 + \$150.000</i>	\$991.550
Juros a Apropriar .....	.....	(\$50.000)
Outras Contas do Balanço .....	.....	\$405.745
EXIGÍVEL LONGO PRAZO		\$5.859.758
Empréstimos e Financiamentos	<i>\$5.023.647 + \$450.000</i>	\$5.473.647
Juros a Apropriar .....	.....	(\$150.000)
Outras Contas do Balanço .....	.....	\$536.111

O reconhecimento do passivo circulante de \$150.000 refere-se à dívida do principal de x10 mais a despesa devida para o período. No exigível longo prazo considerou-se a dívida do principal para os períodos de x11, x12 e x13 mais as despesas anuais na ordem de \$50.000 ao ano, totalizando, portanto \$450.000. As despesas de depreciação serão calculadas anualmente e o efetivo reconhecimento será tratado no item 3.2.4 adiante. Nesse ajuste, fica evidente a importância do conceito de essência econômica prevalecer sob a forma jurídica, ou seja, mesmo que contratualmente a empresa não reconheça o ativo e a respectiva captação de recursos, sob o ponto de vista de representação econômica, a empresa deverá reconhecer tais valores. O reflexo, na situação patrimonial da entidade, é considerável e distorce qualquer tipo de análise posterior ao fato. Nesse exemplo, ficam omitidos um Ativo Imobilizado de \$500.000 e sua respectiva depreciação, um Passivo Circulante de \$150.000 e um Exigível Longo Prazo de \$450.000.

3.2.2 Gastos com Pesquisas e Desenvolvimento (P&D)

A Cia. Saúde mantém, em sua estrutura administrativa, um projeto com pesquisas e desenvolvimento de um novo serviço a ser prestado no futuro. O projeto envolve várias questões de ordem financeira, administrativa e tecnológica. Levando-se em consideração a contabilidade societária, a empresa optou por reconhecer periodicamente os respectivos gastos com o projeto diretamente no resultado de cada período correspondente. Não obstante, dado à proporção

dos valores assumidos e projetados, no conceito do valor, o ajuste será feito, ativando os valores correspondentes e criando um mecanismo de amortização periódica dos mesmos.

O objetivo dessa apropriação está contido nos preceitos da apuração do valor, em que a omissão de um ativo de tanta representatividade pode alterar expressivamente os números apresentados pela empresa, principalmente no tocante à análise de retorno operacional. A Cia. Saúde disponibiliza para o projeto de P&D a importância de \$50.000 por ano, a partir de x9, e está classificada na Demonstração de Resultados do Exercício como Despesas Gerais. Na concepção do valor, ativando o gasto, a Cia. Saúde terá um Ativo Diferido em x9 de \$176.710 (\$126.710 + \$50.000). Na demonstração de resultado de x9, a apropriação de \$50.000, como despesas gerais, será desconsiderada e seu respectivo reconhecimento será feito a partir de x10 estimado em 20% ao ano.

3.2.3 Reconhecimento de Passivos de LP a Valor Presente - Passivo Oneroso

As demonstrações contábeis tradicionais não segregam o que se chama passivo oneroso utilizado para a obtenção da estrutura de capital da empresa. Conceitualmente, o passivo oneroso é o conjunto das obrigações resultantes em custos financeiros para a empresa. O cálculo do passivo oneroso é necessário para se efetuar, posteriormente, a representação da estrutura de capital da empresa. Partiu-se da hipótese de que os valores representam a variação do poder aquisitivo da moeda no exercício findo em 19x9.

Tabela 4 – Passivo Oneroso – Cia. Saúde

Passivo Oneroso - Cia Saúde		
em milhares R\$ (constante dez/x9)	19x9	19x8
Empréstimos e Financiamentos (CP)	941.550	1.036.328
Empréstimos e Financiamentos (LP)	5.323.647	4.870.467
Total	6.265.197	5.906.795

3.2.4 Métodos de Depreciação

Para a Cia. Básica, o ajuste, no quesito depreciação, será proveniente do arrendamento mercantil reconhecido como ativo no item 3.2.1. Em 19x9, o Imobilizado era de \$18.513.947 somado \$500.000, totalizando \$19.013.947. A Depreciação Acumulada de \$50.000, totalizando \$18.963.947.

3.2.5 Divulgação de Contingência

A expectativa de acontecimentos futuros geradores de obrigações será reconhecida pelo critério do valor presente. No exemplo da Cia. Saúde, devido a questões inerentes à atividade, a empresa estima uma provisão relevante para os próximos períodos. A referida provisão é chamada de contingência, por estar fundamentada em possíveis processos judiciais ligados a imperícias médicas. O valor estimado para a provisão é de \$111.150. O cálculo foi efetuado aplicando o percentual de 3% sobre a base de cálculo levando em consideração a média da receita bruta total dos períodos de x8 e x9.

3.2.6 Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social (CS)

Para efeito de apuração do lucro líquido do exercício, assumiu-se a condição de que o lucro operacional é o resultado dos ativos gerados na consecução da atividade da empresa. Fato esse que condiciona a exclusão das despesas financeiras da base de cálculo do IR e CS. A não exclusão dessas despesas permite a apuração de um resultado chamado de operacional, que advém de decisões de investimento (ativo) e decisões de financiamento (passivo), sendo no mínimo prejudicial à análise de retorno dos ativos e afetando, sobremaneira, as avaliações de desempenho econômico da entidade. Isso posto, necessário se faz ajustar a Provisão para IR e a CS. Recomendou-se à contabilidade da Cia. Saúde, recalculer a despesa com provisão de IR e CS pelo regime de competência dos exercícios, segregando-se nas contas patrimoniais, a parcela referente ao passivo na conta Provisão com IR/CS e o IR/CS (ativo ou passivo).

Tabela 5 – Resultado Operacional Ajustado – Cia. Saúde

Resultado Operacional Líquido do IRAjustado - Cia Saúde		
em milhares de R\$	19x9	19x8
Receita Operacional Líquida	3.502.589	3.701.012
(-) Custos dos Serviços	(1.626.651)	(1.697.539)
(=) Lucro Bruto	1.875.938	2.003.473
(-) Desp. C/ Vendas	(299.425)	(297.176)
(-) Desp. Administrativas	(170.902)	(231.434)
(+) Rec. Financeiras	(81.017)	126.363
(+-) Outras Receitas e Despesas	(95.334)	6.398
(=) Result. Operacional Bruto	1.229.260	1.607.624
(-) IR/CS s/ Resultado Operacional 0,34	(417.948)	(546.592)
(=) Resultado Operacional Líquido IR/CS	811.312	1.061.032
(-) Desp. Financeira Bruta	(619.902)	(838.406)
(+) Economia de IR/CS .....0,34	210.766	285.058
(=) Desp. Financeira Líquida	(409.136)	(553.348)
(=) Lucro Líquido do Exercício	402.176	507.684

A conciliação entre o lucro líquido, apurado na tabela anterior, e o valor apresentado no demonstrativo de resultados, elaborado pela Cia.

Saúde é explicada pela diferença do IR e CS, conforme comentado anteriormente.

Tabela 6 – Conciliação do Lucro Líquido do Período – Cia. Saúde

Conciliação do Lucro Líquido - Cia Saúde			
em milhares R\$ (constante dez/x9)			
	19x9	19x8	Ref.
Lucro Líquido do Exercício (ajustado)	402.176	507.684	A
IR/CS sobre resultado operacional	417.948	546.592	
(+) Economia de IR/CS	(210.766)	(285.058)	
(=) IR/CS competência do exercício	207.182	261.534	B
(=) IR/CS calculado na DRE	26.699	(23.564)	C
Lucro Líquido do Exercício	636.057	745.654	A+B+C

3.2.7 Ativos Intangíveis e *Goodwill*

O conceito de *goodwill* está sintetizado como o mais importante ativo intangível na maioria das empresas. É de difícil tratamento, principalmente no quesito de mensuração. As principais questões que envolvem o reconhecimento do *goodwill* são: (i) as formas de avaliações, podendo favorecer a situação da empresa; (ii) avaliação do *goodwill* aplicando o valor presente da diferença entre os lucros futuros esperados e o retorno sobre o investimento total e a (iii) aplicação de uma avaliação entre o valor total da empresa e as avaliações dos ativos líquidos tangíveis e intangíveis. Por um lado, conceituar o *goodwill*, equiparando-o à definição de ativo, como sendo o resultado econômico que se espera obter no futuro, é uma das concepções mais aceitas. Por outro lado, 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 questão principal que determina a diferença entre as aplicações diz respeito à forma de avaliação. Normalmente, o MVA[®] avalia o investimento pelo

custo corrigido, no *goodwill* a avaliação dos investimentos é realizada pelo custo de reposição. Com relação ao EVA[®], uma vez relacionado com o custo médio ponderado de capital, pode-se também chegar ao *goodwill*.

Para se chegar ao *goodwill* da empresa, algumas premissas e cálculos devem ser levados em consideração. O índice de endividamento demonstra a relação percentual do passivo oneroso com o patrimônio líquido. O custo de captação traduz o quanto representa em percentual a despesas financeiras líquidas (já considerada a exclusão dos impostos) em relação ao passivo oneroso. O índice de endividamento demonstra a relação percentual do passivo oneroso com o patrimônio líquido. A dependência financeira relaciona-se com a política de crédito da empresa. Sua fórmula original é a relação entre o passivo dividido pelo passivo, somado ao patrimônio líquido, ou seja: Dependência Financeira = Passivo / Passivo + PL. Em verdade, não existe um número exato para representar a dependência financeira. Esta relação pode estar alta ou baixa, dependendo da utilização do capital de terceiros no momento em questão.

Tabela 7 – Estrutura de Capital – Cia. Saúde

Estrutura de Capital - Cia Saúde		
	19x9	19x8 em milhares de R\$
Apuração do Capital		
Investimento Total	19.437.434	18.824.714
Passivo Oneroso.....	6.265.197	5.906.795
Patrimônio Líquido	13.172.237	12.917.919
Índice de Endividamento	0,47	0,45
Dependência Financeira	32,2%	31,4%
Custo de Capitação	19x9	19x8
Despesa Financeira Bruta	(619.902)	(838.406)
Economia de IR/CS	210.766	285.058
Despesa Financeira Líquida	(409.136)	(553.348)
Custo de Captação	6,25%	9,20%

3.2.8 Custo de Oportunidade do Capital Próprio

Para o cálculo do Custo de Oportunidade do Capital Próprio, serão levados em consideração alguns parâmetros pré-estabelecidos. As premissas serão assumidas como verdadeiras e serão justificadas nesse tópico. Na avaliação econômica, é necessário o conhecimento do custo de oportunidade do capital próprio, equivalente a uma taxa implícita de retorno exigida pelos acionistas e formada com base no risco do investimento. Nessa avaliação, o lucro correto é contado somente a partir da cobertura de todas as despesas incorridas, inclusive a remuneração exigida pelos investidores.

A determinação desta taxa, apesar dos avanços da teoria de finanças, convive com grandes dificuldades de execução na prática. É importante registrar que os dados da economia brasileira não permitem conclusões confiáveis para aplicação no processo de avaliação de empresas. Isso é explicado, principalmente, pelo forte viés introduzido pelas políticas econômicas demasiadamente mutáveis e reduzida competitividade do mercado. Além destes aspectos estruturais, registra-se que a economia apresentou no biênio 19x8/x9 uma evolução bastante irregular, conseqüência de sua vulnerabilidade às crises externas. Os indicadores

financeiros do período apresentaram resultados substancialmente distorcidos, refletindo o desequilíbrio corrente e posições especulativas, não servindo como referência para avaliações que enfocam a continuidade de um empreendimento.

Diante da ineficiência do mercado acionário brasileiro, o custo de oportunidade do capital próprio possui uma metodologia de cálculo por *benchmarking*. A justificativa para essa questão centra-se em um mercado acionário altamente concentrado e na grande dificuldade de se calcular o preço justo. Desta forma, para a determinação do custo de oportunidade do acionista, resolveu-se adotar a metodologia de cálculo desta taxa como *benchmarking* da economia dos EUA. O critério é usual entre os analistas financeiros, recomendado por inúmeros trabalhos acadêmicos e utilizado na avaliação das empresas públicas inseridas no programa nacional de privatização. Em essência, o diferencial relevante considerado nesta metodologia reside no risco soberano de um país, ou seja, no *country risk*, cujo percentual é adicionado ao custo puro de capital.

Salientam-se as seguintes referências dos valores considerados no cálculo: a) coeficiente beta, que mede o risco da Cia. Saúde em relação ao mercado, foi mantido em 0,50 no ano de 19x8, conforme fornecido

pela empresa. Para 19x9 foi efetuado um ajuste neste valor em razão da variação do risco financeiro, motivada pela maior participação de dívidas na estrutura de capital; b) com relação ao Risco Brasil, utilizou-se o percentual considerado em diversas avaliações de

empresas recentemente privatizadas. Diante das fortes oscilações de curto prazo na economia brasileira, que eliminam a consistência dos indicadores econômicos, este percentual tem sido aceito pelo mercado como mais ajustado.

Tabela 8 – Custo de Oportunidade do Capital Próprio – Cia. Saúde

Custo de Oportunidade do Capital Próprio - Cia Saúde		
	19x9	19x8
Taxa média anual dos T-Bonds 30 anos (USA)*	5,82%	5,58%
Retorno da Carteira (<i>Dow Jones</i>)*	19,30%	16,10%
Prêmio pelo risco de mercado	13,48%	10,52%
Coefficiente Beta	0,51	0,50
Remuneração pelo risco da empresa	6,87%	5,26%
Inflação dos USA*	2,79%	1,62%
Custo de oportunidade do capital próprio puro	9,90%	9,22%
Risco Brasil	4,00%	4,00%
Custo de oportunidade do capital próprio/ <i>benchmarking</i>	13,90%	13,22%

Fonte: Revista Conjuntura Econômica RJ, FGV, v.54 - jan.2000

A fórmula original da apuração do custo de oportunidade do capital próprio está representada da seguinte forma: $Ke = \{ [Rf + \hat{\alpha}(Rm - Rf)] - \hat{\alpha}USA \} + Risco Br$, onde: o Ke representa o custo de oportunidade do capital próprio; o Rf a taxa média anual dos T-Bonds (EUA); o $\hat{\alpha}$ é o coeficiente beta; o Rm representa o Retorno da Carteira; o $\hat{\alpha}$ USA a inflação dos USA e o Risco Br representa o risco Brasil.

A remuneração pelo risco da empresa é obtida pelo seguinte cálculo: (i) **19x9** = $\hat{\alpha} \times (Rm - Rf) = 0,51 \times (19,30\% - 5,82\%) = 0,51 \times 13,48\% =$ Remuneração pelo risco da empresa = **6,87% e em 19x8** = $\hat{\alpha} \times (Rm - Rf) = 0,50 \times (16,10\% - 5,58\%) = 0,50 \times 10,52\% =$ Remuneração pelo risco da empresa = **5,26%**.

O custo de oportunidade do capital próprio puro é a remuneração pelo risco da empresa somado ao *Risk Free* (T-Bonds), diminuído da inflação (EUA), onde:

	x9	x8
Remuneração pelo risco da empresa	6,87%	5,26%
(+) <i>Risk Free</i>	5,82%	5,58%
(-) Inflação dos EUA	2,79%	1,62%
= Custo de Oportunidade do Capital Próprio Puro.....	9,90%	9,22%

O custo de oportunidade do capital próprio puro, somado ao Risco Brasil, totaliza o custo de

Oportunidade do capital próprio puro como *benckmarking*.

	x9	x8
Custo de Oportunidade do Capital Próprio Puro	9,90%	9,22%
(+) Risco Brasil	4,00%	4,00%
= Custo de Oportunidade do Capital Próprio Puro como <i>benckmarking</i>	13,90%	13,22%

3.2.8.1 Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)

A relação da participação dos fundos de terceiros com o custo do capital de terceiros, adicionado à participação dos fundos próprios com o custo do capital próprio, resulta no CMPC. Adotando o conceito, para o cálculo do custo do capital próprio foi utilizado *benchmarking* pela reconhecida deficiência do mercado acionário brasileiro na precificação dos títulos negociados. Esta prática, ou outras metodologias similares, é amplamente

usada pelo mercado e ainda recomendada em diversos trabalhos. Pertinente citar que as avaliações das empresas brasileiras, dentro do Programa Nacional de Privatizações utilizou-se do *benchmarking* do custo de capital como taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros. O investimento total representa a relação percentual entre o passivo oneroso mais o patrimônio líquido. O custo de capital de terceiros é o custo de captação calculado anteriormente (Tabela 7), na composição da estrutura de capital da empresa.

Tabela 9 – Custo Total de Capital – Cia. Saúde

Custo Total de Capital - Cia Saúde		
	19x9	19x8
Investimento		
Passivo Oneroso (W1)	32,2%	31,4%
Patrimônio Líquido (W2)	67,8%	68,6%
Custo do Capital de Terceiros (ki)	6,25%	9,20%
Custo do Capital Próprio (Ke)	13,90%	13,22%
Custo total de Capital – CMPC $CMPC = (W1 \times Ki) + (W2 \times Ke)$	11,43%	11,96%

3.3 Cálculo do Valor Econômico Agregado

O valor econômico agregado (EVA)[®] constitui-se no principal direcionador de riqueza da empresa no mercado globalizado. Indica se a entidade está sendo capaz de produzir um retorno que remunere as expectativas de seus proprietários de capital (acionistas e credores). Quanto mais elevado se apresentar o valor econômico agregado, maior é a riqueza gerada pelo empreendimento, refletida na valorização de seu preço de mercado. Um EVA[®] positivo indica que o valor da empresa supera o volume de capital necessário para constituí-la, indicando a formação de um *goodwill*.

Ao contrário, empresas com EVA[®] negativo têm seu preço de mercado estimado em valor inferior

ao de reposição de seus ativos, ou seja, se a empresa fosse assim negociada, o capital arrecadado seria insuficiente para montar outra igual. Uma gestão baseada no valor impõe uma visão mais competitiva para a empresa, busca interagir seu pessoal, com as mesmas expectativas e critérios gerenciais dos acionistas. As decisões financeiras são avaliadas pelo valor econômico que agregam à empresa, e não pelo resultado contábil tradicional o qual, entre outras limitações, não considera adequadamente o custo de oportunidade do capital próprio. A Cia. Saúde apurou EVA[®] negativo nos exercícios sociais de 19x8 e 19x9, revelando não ter sido capaz de produzir um resultado operacional suficiente para remunerar o capital investido em sua atividade.

Tabela 10 – Cálculo do EVA® – Cia. Saúde

Cálculo do EVA® - Cia Saúde			
	19x9	19x8	Variação
EVA® (método 1)	(1.484.563)	(1.190.142)	24,7%
Resultado Operacional Líquido	737.953	1.061.032	
(-) Investimento x CMPC	2.222.516	2.251.174	
EVA® (método 2)	(1.484.563)	(1.190.142)	24,7%
Retorno s/ Investimento	3,80%	5,64%	
(-) Custo Total de Capital	11,43%	11,96%	
(x) Investimento	19.437.434	18.824.714	

O valor econômico agregado de 19x8 foi negativo (destruição de valor), superando a \$ 1.200 milhões. No exercício de 19x9, o desempenho piorou,

produzindo um EVA® também negativo na proporção de 17,25% superior ao do ano anterior. A Tabela 11 demonstra o valor agregado pelo mercado.

Tabela 11 – Cálculo do MVA® – Cia. Saúde

Cálculo do MVA® - Cia Saúde		
	19x9	19x8
Investimento total	19.437.434	18.824.714
Valor Agregado pelo Mercado (MVA)® (MVA = EVA / CMPC)	(12.983.529)	(9.952.177)
Valor de Mercado	6.453.905	8.872.537

O MVA® é obtido pelo valor presente do EVA®. Ao se basear nos resultados gerados exclusivamente nos exercícios de 19x8 e 19x9, sem qualquer conotação com o desempenho futuro esperado da Cia. Saúde, pode-se concluir que a cotação de mercado da empresa é inferior ao valor de seus ativos mensurados pela contabilidade. A empresa apresenta uma desvalorização superior a \$ 10.000 milhões em 19x8 e maior que \$ 12.400 milhões em 19x9. Em outras palavras, a Cia. Saúde destruiu valor no período, afetando a riqueza de seus acionistas. Como uma limitação, é importante ressaltar, uma vez mais, que essas conclusões, apesar de tecnicamente corretas, estão restritas ao desempenho do respectivo exercício, não incorporando expectativas futuras.

3.3.1 Avaliação do EVA®

A formação do valor econômico agregado pode ser entendida por meio das estratégias financeiras da empresa, envolvendo as decisões operacionais, de investimento e financiamento. *O Retorno sobre o Investimento* (ROI) da Cia. Saúde apresenta-se baixo nos períodos analisados, inferior à média brasileira de algo em torno de 12% ao ano. O desempenho sinaliza uma incapacidade econômica da empresa em remunerar seus provedores de capital na taxa mínima exigida. O ROI é formado pelo giro do investimento e margem operacional, cujos resultados diminuíram de um exercício para outro, conforme demonstrado a seguir:

Tabela 12 – Retorno sobre o Investimento – Cia. Saúde

ROI – Cia Saúde		
	19x9	19x8
Giro do Investimento (receita serviços / investimento)	0,19	0,20
Margem Operacional (lucro operacional / receita serviços)	20,45%	27,92%
Retorno s/Investimento – ROI (Giro x Margem)	3,80%	5,64%

As medidas a serem avaliadas, visando à recuperação da rentabilidade dos ativos, são as inseridas no âmbito das estratégias operacionais (custos, eficiência e produtividade, distribuição, escala etc) e de investimentos (oportunidades de crescimento, maior giro etc).

Pela estrutura da Cia. Saúde, o enfoque operacional deve priorizar o giro do investimento, em torno de 0,18 nos exercícios em avaliação. Isso significa que a empresa consegue realizar somente 18% de seus

investimentos sob a forma de receitas operacionais de venda. O Retorno do Patrimônio Líquido da Cia. Saúde é baixo, principalmente se comparado à remuneração exigida pelos acionistas, conforme demonstram os percentuais extraídos da Tabela 9. Para a formação do Retorno sobre o Patrimônio Líquido, dois fatores são essenciais: o retorno sobre o investimento (ROI) e o *spread* de captação ponderado pelo endividamento. Com base nos resultados da Cia. Saúde demonstrada, tem-se:

Tabela 13 – Spread Econômico – Cia. Saúde

<i>Spread Econômico – Cia Saúde</i>		
	19x9	19x8
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	5,07%	6,13%
(-) Custo de oportunidade dos acionistas	13,90%	13,22%
(=) <i>Spread econômico</i>	- 8,83%	- 7,09%

O desempenho é explicado, principalmente, pelas reduzidas taxas de retorno do investimento (ROI) e, também, diante da presença de uma alavancagem financeira desfavorável, onerando, ainda mais, a rentabilidade do capital próprio. As taxas de captação de empréstimos e financiamentos são baixas se comparadas com a média das empresas brasileiras. No entanto, esta vantagem é anulada pelo mínimo retorno auferido na aplicação destes recursos.

Conclusão

Como pôde ser observado no decorrer do exemplo desenvolvido, a utilização do EVA® como parâmetro de avaliação da gestão da empresa, constitui-se numa poderosa ferramenta de análise e acompanhamento de negócios. Ressalvando-se as limitações já citadas e a manutenção da metodologia anteriormente implementada, o atual estudo permite a avaliação retrospectiva de grande importância para os gestores, acionistas e potenciais, analistas de mercado, entre outros. A análise comparativa entre o resultado contábil e o EVA®, apresentada, a seguir, permite a ratificação do potencial da metodologia comentado anteriormente. Verifica-se que a utilização do resultado contábil, como o parâmetro de avaliação

do sucesso do empreendimento, pode acarretar decisões distorcidas.

Embora a Cia. Saúde apresente lucro contábil, nos anos de 19x8 e 19x9, indicando um aumento de riqueza dos acionistas, o que efetivamente ocorre é inverso, ou seja, a empresa está destruindo valor, não gerando resultados operacionais em montante suficiente para remunerar o capital investido em sua atividade. O impacto desta destruição de valor está refletido no preço de mercado estimado da Cia. Saúde, que se apresenta em montante inferior ao valor de reposição de seus ativos. Embora os indicadores de desempenho, obtidos no período em análise, apresentem-se como desfavoráveis, no que se refere a exploração das atividades da empresa, estes permitem uma reflexão sobre a gestão da entidade, possibilitando, inclusive, o redirecionamento das atuais políticas de investimento e endividamento.

Destaque-se que a implantação dos conceitos do EVA®, com base nos seus direcionadores de valor, permitiria aos gestores da Cia. Saúde a reordenação das políticas estratégicas, operacionais e financeiras em tempo oportuno, diferentemente do cálculo retrospectivo em intervalos regulares de tempo, que prejudica a tempestividade de decisões corretivas.

Referências

- ARAÚJO, A. M. P. **Ajustes na contabilidade tradicional para uma contabilidade baseada em valor**. Tese de Doutorado, FEA-USP, SP, 2002.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: valuation**. Tradução de Maria Cláudia S.R. São Paulo: 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, A. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- GRANT, J. L. **Foundations of economic value added**. New Hope, Pennsylvania: By Frank J. Fabozzi Associates, 1997.
- HENDRIKSEN, E. ; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- 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.
- _____.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 5.ed. São Paulo: Atlas, FINECAFI, 2000.
- LAKATOS, E.M.; MARCONI, M.A. **Metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2000.
- MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. SP: Tese de Doutorado, FEA-USP, 1972.
- MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- PORTERFIELD, J. T. S. **Decisões de investimento e custo de capital**. São Paulo: Atlas, 1976.
- RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**. Tradução de Alexandre L.G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.
- SANVICENTE, A. Z.; MINARDI, A. M. A. F. **Problemas de estimação do custo de capital no Brasil**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBEMEC), 1999.
- SECURATO, J. R. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas, 1996.
- SOLOMON, E. **Teoria da administração financeira**. 3. ed., São Paulo: Zahar, 1977.
- 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.
- YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e método**. Traduzido por Daniel Grassi. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV, v. 54 ; jan.2000.

Notas

¹Artigo apresentado no *X Congresso Brasileiro de Custos* – Guarapari-ES, em 2003, com a incorporação de sugestões na apresentação.