UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

CONTRIBUIÇÃO PARA O ESTUDO DO *MARKET VALUE ADDED* COMO INDICADOR DE EFICIÊNCIA NA GESTÃO DO VALOR: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES NEGOCIADAS EM BOLSA DE VALORES NO AMBIENTE BRASILEIRO PÓS- PLANO REAL

Fábio Frezatti

SÃO PAULO

2001

Frezatti, Fábio
Contribuição para o estudo do *Market Value Added* como indicador de eficiência na gestão do valor: uma análise as empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores no ambiente brasileiro pós-Plano Real / Fábio Frezatti. __ São Paulo : FEA/USP, 2001.
p. 197

Tese – Livre-Docência
Bibliografia.

1. Gestão econômica 2. Valor (Contabilidade) 3. Market Value Added I. Faculdade de Economia, Administração e e Contabilidade da USP

CDD – 658.151

Reitor da Universidade de São Paulo
Prof.Dr. Jacques Marcovith

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Prof.Dr. Eliseu Martins

Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária
Prof.Dr. Reinaldo Guerreiro

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

CONTRIBUIÇÃO PARA O ESTUDO DO *MARKET VALUE ADDED* COMO INDICADOR DE EFICIÊNCIA NA GESTÃO DO VALOR: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES NEGOCIADAS EM BOLSA DE VALORES NO AMBIENTE BRASILEIRO PÓS- PLANO REAL

Fábio Frezatti

Tese apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como parte dos requerimentos para o Concurso Público para obtenção do título de Livre-Docente junto ao Departamento de Contabilidade e Atuária

SÃO PAULO

2001

AGRADECIMENTOS

O esquecimento é uma conseqüência natural sempre que se pretende agradecer às pessoas que colaboram com nossos trabalhos. De qualquer maneira, mesmo correndo esse risco, gostaria de exteriorizar o meu agradecimento pelo apoio dado ao desenvolvimento do projeto de pesquisa, de diferentes maneiras:

A Deus pelas oportunidades que tem me proporcionado.

À família pelo estímulo e afeto: Eliete, Bianca, Daniel e Ruth.

Àquelas que sempre foram exemplos de vida, força e coragem: Emília Pinho e Lourdes Belfort.

Àquelas que não saem da memória pelo carinho dispensado: Isaura e Nair.

Às entidades jurídicas: CNPq, FAPESP, FIPECAFI e Lafis.

Aos professores e demais colegas da USP: Reinaldo Guerreiro, Iran Siqueira Lima, Ariovaldo dos Santos, Marina Yamamoto, Gilberto de Andrade Martins, José A. Mazzon, José Roberto Securato, Luiz João Corrar, Almir Ferreira de Souza, Linda Lee Ho, João Carlos Kanaan, Luiz Silva, Belinda Ludovici, Iná Martins Gama, Ivete Perrone, Sofie Martins, Regina de Cássia Valbom, Cleber Zambarda, Andréa Pressotto Cornachione, Kelly Cristina Oliveira de Araújo, Rodolfo da Crus Ferrari e Andresa Martins.

Às empresas que responderam ao questionário da pesquisa de campo, colaborando com o desenvolvimento do trabalho: ABC Supermercados, Aços Villares, AGF Brasil, Albarus, Aliperti, Artex, Arthur Lange, Autel, Banese, Banespa, Baumer, Besc, Biobras, Bombril, Bompreço-Bahia, Bradesco,

Buettner, CEB, Cedro Cachoeira, CESP, Chapecó, Concreto Engemix, Confab, Docas, EBE, Ecisa, Editora Saraiva, Elebra, Eletrobras, Embraco, Ericsson, Esclesa, Ferro Ligas, Ferropasa, Fosfértil, Gazeta Mercantil, Gerdau, Globo Cabo, Gradiente, Graziottin, Hering Têxtil, Iguaçú, Inepar, Iochpe-Maxion, Investec, Ipiranga Petróleo, João Fortes Engenharia, Jungfran, Klabin, Lamsa, Light, Lojas Americanas, Lojas Renner, Makro Atacadista, Mannesmann, Marcopolo, Marisol, Master, M.Roscoe, Mappin, Matec, Mesbla, Multibras, Matec, Odebrecht, Pão-deAçúcar, Paranapanema, Perdigão, Petrobrás, Petroquisa, Polialden, Ponto Frio, Rheem, Rodhia-Ster, Riocell, Riosulense, Sabesp, Sadia, Schlosser, Serra da Mesa Energia, Sergen, Serrana, Souza Cruz, Taurus, Technos, Telemig, Tele Norte Leste, Tele Sudeste, Telesp Celular, Trafo, Transbrasil, Trombini, Tupy, Unibanco, Vale do Rio Doce, Weg e Wetzel.

Aos professores da University of Illinois at Urbana-Champaign: David Ziebart e Rajib Doogar pelas leituras e comentários feitos às versões preliminares dos artigos que serviram de base para algumas etapas do trabalho.

RESUMO

A Gestão do Valor da empresa **é um tema-chave no mundo globalizado e tem preocupado intensamente tanto a comunidade acadêmica como o mercado empresarial, dada a sua perspectiva de proporcionar condições relativamente objetivas de estabelecimento de metas para a sobrevivência e adequação de desempenho perante os controladores. Várias abordagens são disponíveis e todas têm o mesmo objetivo: gerenciar o valor para assegurar a otimização da riqueza dos acionistas. Nesse sentido, valor passa a ser o indicador mais significativo da organização, já que concilia interesse dos principais agentes e se constitui em algo a ser perseguido por todos os processos aceitos e planejados na organização. O direcionamento do processo de planejamento nesse aspecto é de longo prazo e é crítico para balancear o valor da entidade (objetivo de longo prazo) e os resultados gerenciais do dia-a-dia (curto e médio prazos) que devem proporcionar consistência à percepção. Essa gestão é possível com a disponibilização de algumas condições de estruturação conceitual, de sistemas de informações, de modelo e mesmo de conhecimento interno que estejam disponíveis na organização. Essas questões são tratadas ao longo do trabalho e deveriam ser encontradas nas organizações que dão significativa prioridade para a Gestão do Valor.** Além da questão conceitual, referente ao modelo propriamente dito a ser considerado na Gestão do Valor, o trabalho investiga a experiência brasileira, no sentido de entender o estado-da-arte do tema na visão dos empresários que atuam no país, tanto no que se refere ao seu entendimento sobre o tema valor, a sua utilidade percebida e os instrumentos considerados. A análise desenvolvida apurou a tendência do valor e do MVA® de uma amostra de empresas com ações em bolsas de valores e foi perseguida a identificação de características daquelas organizações que obtiveram desempenho favorável, sob esses aspectos, no mercado, no período 1997-1998.

ABSTRACT

Company value management is a key issue in the globalized world. Not only the academic community, but also the business world are intensely worried about this issue, since it can provide relatively objective conditions for establishing goals for the survival of the organization, and for making the performance adequate in the eyes of the controllers. Various approaches are available and all of them have the same objective: managing value to assure the optimization of wealth for the stockholders. In this sense, value becomes the most significant indicator for the organization, since it reconciles the interests of the main stakeholders and is something to be aimed at by all of the accepted and planned organizational processes. What this aspect is concerned, the planning process is directed towards the long term and is critical for balancing the value of the entity (long-term objective) and daily management results (short and medium terms), which must give consistency to the perception. This kind of management is viable if some conditions are fulfilled: a conceptual framework, information systems, a model and internal know-how should be available to the entity. These questions are treated throughout this work and should be found in the organizations that attribute a high level of priority to value management. Apart from the conceptual issue referring to the model itself to be considered in Value Management, this study investigates the Brazilian experience, in the sense that it tries to understand the state-of-the-art of the issue in the view of executives at work in the country, not only in relation to what they understand about value management, but also to how useful they think it is and which instruments they use. It examined the trends demonstrated by value and by MVA® within a sample of companies whose stocks are listed on the local stock market, and aimed at identifying, from the perspective of these aspects, the characteristics of those organizations that obtained a favorable performance in the market between 1997 and 1998.

LISTA DAS ABREVIATURAS

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

EVA®: *Economic Value Added*

FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

IBOVESPA: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

MVA®: *Market Value Added*

VPBF: Valor Presente dos Benefícios Futuros

LISTA DAS FIGURAS

Descrição **Página**

Figura 1. Fluxo de gerenciamento de valor 8

Figura 2. Seqüência do desenvolvimento do trabalho 15

Figura 3. Composição do MVA® 28

Figura 4. Racional de apuração do MVA® 73

Figura 5. Valor intrínseco x valor de mercado 74

Figura 6. Quadrantes de perfil do valor e MVA® 76

Figura 7. Valor crescente e MVA® positivo 77

Figura 8. Valor crescente e MVA® negativo 82

Figura 9. Valor decrescente e MVA® negativo 84

Figura 10. Valor decrescente e MVA® positivo 86

Figura 11. Relacionamento entre os vários elementos 90

Figura 12 . Seqüência da pesquisa 131

Figura 13. Bloco 1 do questionário - Quadrantes do MVA® 143

Figura 14. Bloco 1 do questionário - Nuvem de variáveis independentes 144

Figura 15. Bloco 1 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes 147

Figura 16. Bloco 2 do questionário - Quadrantes do MVA® 150

Figura 17. Bloco 2 do questionário - Nuvem de variáveis independentes 151

Figura 18. Bloco 2 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes 153

Figura 19. Bloco 3 do questionário - Quadrantes do MVA® 156

Figura 20. Bloco 3 do questionário - Nuvem de variáveis independentes 157

Figura 21. Bloco 3 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes 159

Figura 22. Bloco 4 do questionário - Quadrantes do MVA® 161

Figura 23. Bloco 4 do questionário - Nuvem de variáveis independentes 162

Figura 24. Bloco 4 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes..... 163

LISTA DAS TABELAS

Descrição **Página**

Tabela 1.Igualdade entre caixa e resultado econômico sem distorções tipo 1, 2 e 3 63

Tabela 2.Impacto do ajuste do tipo 1 no resultado econômico..... 64

Tabela 3.Impacto do ajuste tipo 1 no resultado econômico..... 65

Tabela 4.Impacto do ajuste do tipo 2 no resultado econômico..... 67

Tabela 5. Apuração do Capital Investido – Quadrante 1 78

Tabela 6. Apuração do MVA® – Quadrante 1..... 79

Tabela 7. Apuração do MVA® – Quadrante 2..... 82

Tabela 8. Apuração do MVA® – Quadrante 3..... 84

Tabela 9. Apuração do MVA® – Quadrante 4..... 87

Tabela 10.Resultados comparativos dos quadrantes do MVA 88

Tabela 11.Classificação do MVA® das empresas analisadas..... 140

Tabela 12.Resultados comparativos dos quadrantes do MVA®..... 141

LISTA DOS QUADROS

Descrição **Página**

Quadro 1. Análise comparativa dos indicadores financeiros de longo prazo 27

Quadro 2. Análise dos princípios e conseqüências em termos de ajustes 51

Quadro 3. Constituição da população da pesquisa 96

Quadro 4. Segmentação do universo por localização geográfica da sede 96

Quadro 5. Segmentação do universo por setor 97

Quadro 6. Segmentação do universo por porte de faturamento 98

Quadro 7. Quantificação das respostas – resumo 104

Quadro 8.Distribuição das empresas por setor 105

Quadro 9.Distribuição das empresas por região 106

Quadro 10.Distribuição das empresas por faturamento 106

Quadro 11. Delimitação da população a considerar 136

Quadro 12. Critérios de montagem 138

SUMÁRIO

Descrição **Página**

AGRADECIMENTOS ..... **II**

RESUMO ..... **IV**

ABSTRACT ..... **V**

CAPÍTULO 1. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS DO TRABALHO **1**

1.1.SITUAÇÃO PROBLEMA 1
1.2.QUESTÃO DA PESQUISA 5
1.3.OBJETIVO DA PESQUISA 7
1.4.JUSTIFICATIVA DA PESQUISA 11
1.5.VISÃO GERAL DO TRABALHO 15
1.6.RESTRIÇÕES E DELIMITAÇÕES 17

CAPÍTULO 2 – O VALOR DA EMPRESA **20**

2.1.CONCEITO DE VALOR: VÁRIAS ÓTICAS EM FUNÇÃO DAS PERSPECTIVAS 20
2.2.INDICADOR FINANCEIRO DE LONGO PRAZO NA ANÁLISE DE VALOR 22
2.3.O PLANO DE NEGÓCIOS E O GERENCIAMENTO DO VALOR DA EMPRESA 30
2.4.A CONTABILIDADE COMO BANCO DE DADOS PARA ANÁLISE E GERENCIAMENTO DE VALOR 32

2.4.1.Aspectos gerais que devem ser entendidos pelos usuários potenciais 33
2.4.2.Diferenças nas necessidades dos usuários: informações internas x externas 34
2.4.3.Confiabilidade e potencialidade da utilização 35
2.4.4.Valor econômico e fluxo de caixa 35
2.4.5.A divulgação como forma de gerenciar e afetar o aumento do valor 36

CAPÍTULO 3 - METODOLOGIAS DE GESTÃO DO VALOR **38**

3.1.RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO 40

3.1.1.Conceitos gerais 40
3.1.2.Pontos fortes 40
3.1.3.Limitações 41

3.2.MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA 43

3.2.1.Conceitos gerais 43
3.2.2.Críticas à metodologia 44

3.3.MÉTODOS DE LUCRO RESIDUAL 45

3.3.1.Conceitos gerais 47
3.3.2.Pontos fortes 49
3.3.3.Limitações 50
3.3.4.Ajustes necessários para sair da contabilidade pelos princípios para obter o resultado econômico 50

3.4.MARKET VALUE ADDED (MVA®) 69

3.4.1.Conceitos gerais 69

3.4.2.Pontos fortes *71*
3.4.3.Limitações *71*
3.4.4.O MVA® como instrumental de análise e Gestão do Valor da empresa *72*

CAPÍTULO 4 - EVIDÊNCIAS DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS PARA GESTÃO DO VALOR NO BRASIL E IMPACTOS SOBRE O MVA® - PESQUISA DE CAMPO **90**

4.1.ASPECTOS ORIENTADORES DA PESQUISA DE CAMPO *90*
4.2.PLANEJAMENTO DA PESQUISA *92*
4.3.DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA DE CAMPO *102*
4.4.ANÁLISE E CONCLUSÕES SOBRE OS RESULTADOS DA PESQUISA DE CAMPO *107*

4.4.1.Análise de conteúdo *108*
4.4.2.Análise de associação através do teste do Qui-quadrado *119*
4.4.3. Conclusões sobre a pesquisa de campo *127*

CAPÍTULO 5 - EVIDÊNCIAS DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS PARA GESTÃO DO VALOR NO BRASIL E IMPACTOS SOBRE O MVA® - PESQUISA SOBRE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS ... **130**

5.1.PLANEJAMENTO DA PESQUISA *131*
5.2.DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA *138*

5.2.1.Processo de coleta de dados *139*
5.2.2.Teste de associação *141*
5.2.3.Análise de correspondência *143*

5.3.ANÁLISE DAS INFORMAÇÕES E INFERÊNCIAS *165*

CAPÍTULO 6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS **168**

ANEXO A - QUESTIONÁRIO DA PESQUISA DE CAMPO **173**

ANEXO B - APURAÇÃO DO MVA E CLASSIFICAÇÃO DOS QUADRANTES **182**

ANEXO C – RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA – BLOCO 1 ..... **188**

ANEXO D - RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA – BLOCO 2 ..... **190**

ANEXO E - RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA – BLOCO 3 ..... **191**

ANEXO F - RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA – BLOCO 4 ..... **192**

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA **193**

BIBLIOGRAFIA RECOMENDADA **196**

CAPÍTULO 1. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS DO TRABALHO

O conceito de valor é algo inerente ao relacionamento entre o acionista e os gestores da organização. O tema tem sido tratado desde longa data e, de maneira objetiva, nos momentos em que se avalia oportunidade de aquisição, fusão, incorporação ou mesmo transações por parte dos acionistas minoritários. Entretanto, valor é algo a ser apurado e monitorado permanentemente na história da empresa. Como conseqüência, instrumental que permita fazê-lo é algo de vital importância para o processo.

1.1.Situação problema

A Contabilidade se propõe a ser um banco de dados dentro da empresa, adequadamente estruturado para permitir respostas a demandas ligadas aos vários processos decisórios que se relacionam com a organização. Tal pretensão está calcada em metodologia definida que permite dispor de alguns instrumentos que alimentam e tornam tais processos decisórios relativamente estruturados, dentro de vários enfoques ou perspectivas. Nesse sentido, a Contabilidade se constitui na base de dados que torna viável o processo decisório estruturado nas organizações.

Alguns autores, dentre os quais Solomon e Pringle (1981: 245) consideram que a informação contábil, leia-se a apuração do lucro, é de grande utilidade para o acompanhamento de desempenho, embora possa entrar em conflito com o processo de decisão de investimentos. Esse tipo de abordagem está ligado à perspectiva de que as decisões de investimento exigem informações sobre a geração de caixa, enquanto que o lucro não necessariamente corresponde à geração de caixa dentro do mesmo *timing*.

Os autores clássicos da área de administração financeira, tais como Van Horne, enfatizam a importância do valor dentro da perspectiva de gestão das empresas. Ele define nas páginas iniciais de sua obra (1995: 2) que "*valor é representado*

pelo mercado pelo preço de mercado que, por sua vez, é conseqüência das decisões relacionadas com os investimentos, financiamentos e distribuição dos lucros". Valor da empresa, em última análise, é o grande objetivo a ser perseguido pelos seus gestores. Esse objetivo não é apenas de curto, médio mas também de longo prazo e está definitivamente ligado à figura do acionista. Nesse ponto, uma interessante distinção se apresenta: se o lucro é uma figura que traz impacto sobre agentes, tais como o acionista, o governo, o sindicato e mesmo o funcionário, por sua vez, o valor da empresa, além da ligação direta com o acionista, quando o faz, tem impactos que podem ser mais remotos sobre os demais agentes. Que tipo de decisões uma empresa pode tomar em função do objetivo valor? Genericamente, todas as decisões que proporcionem à empresa a sinalização de geração de fluxo de caixa futuro ao mercado potencial. Aguardar o futuro não parece ser razoável mas antever o valor esperado da empresa no futuro se constitui em valiosa etapa do processo decisório das empresas. Isso é verdade, tanto no que se refere às situações em que se:

1. Trate a empresa como um ativo a ser mantido ou não, *vis a vis* outras oportunidades; ou
2. creia que, pelo contínuo processo de aumento de valor, a sua retenção ocorra, ou pretensão de melhor base de negociação.

No primeiro caso, o que se persegue é a identificação de situação em que se vende um ativo cujo valor é percebido pelo potencial comprador como sendo maior do que o preço exigido pelo vendedor. No segundo, a perspectiva de venda do ativo não é imediata, mas sim a constatação de que monitorar o valor permite a preservação da empresa nas mãos dos gestores. Em ambas as perspectivas, a definição de valor passa por desempenhos positivos no passado[1] e/ou no presente e/ou no futuro. Se isso é verdade, o conceito de valor tem estreita ligação

[1] Muito embora o passado não possa ser alterado e seja irrelevante em termos de ocorrências, o presente e o futuro são afetados por decisões e compromissos verificados no passado e, muitas vezes, não possíveis de serem alteradas as suas conseqüências.

com o conceito de desempenho, quando se trata de empresas que têm suas ações comercializadas em bolsas de valores. Corroborando com isso, Solomon & Pringle (1981: 33), consideram que "*muito embora fatores externos possam causar oscilações a curto prazo, a longo prazo, as decisões corretas dos administradores serão reconhecidas e tenderão a se refletir nos preços de mercado*". Como conseqüência disso, como tratar o tema sem tê-lo ligado à Contabilidade, que é importante fonte de informações para tomada de decisão e avaliação de desempenho? Tal ligação pode ser entendida de várias maneiras, não excludentes, mas fortemente complementares:

- Utilização da perspectiva de geração de lucro e caixa e o seu relacionamento com a perpetuidade. Em outras palavras, significa que a observação, análise e acompanhamento dos fatos econômicos já verificados se constituem em importante base para o prognóstico futuro da organização. Significa dizer que o lucro apurado hoje implica em valorização do negócio por possível distribuição de dividendos e mesmo potencial de investimentos futuros que, por sua vez, irão trazer novos benefícios, retorno e conseqüências sobre o valor da empresa; e
- abordagem fundamentalista procurando a projeção dos resultados de uma empresa para o futuro. Surge como complemento natural ao item anterior e se baseia nos instrumentos que a Contabilidade provê, não apenas para a captura das informações reais verificadas no passado mas também para a prospecção futura. Para que isso seja possível, os seguintes passos devem ser dados (Iudícibus, 1997: 20):

    1. "Estabelecer claramente qual a função-objetivo que desejamos maximizar;
    2. coletar e avaliar o tipo de informação utilizada no passado para maximizar a função; e

3. prover o modelo preditivo que irá suprir o modelo decisório para a maximização da função-objetivo".

A conseqüência dessa abordagem é que, não apenas as variáveis financeiras mas, principalmente, aquelas que estão ligadas ao mercado, tecnologia, enfim, estratégicas do negócio, são revistas e os resultados, em decorrência, projetados. Se a observação do passado se apresenta como menos direta e, portanto, mais remota em termos de identificação de valor, pela sua perspectiva futura, a segunda (teoria fundamentalista) depende muito dos cenários percebidos pelo tomador de decisão, pelas variáveis que possam afetar o processo e pela capacidade de traduzir tais elementos em informações numéricas. Todo esse esforço, do lado interno da empresa sobre a qual se fala, passa pelos instrumentos de planejamento da empresa, ou seja, o planejamento estratégico e tático que deveriam disciplinar e regrar as ações que estariam protegendo (supostamente mantendo ou aumentando) o valor da empresa. Voltando a citar Van Horne (1995), *"a idéia básica consiste em adquirir ativos, investir em novos produtos e serviços aonde se espera que o retorno exceda o seu custo..."* e continua, *"...investindo recursos em produtos e projetos a organização cria valor se o retorno esperado excede o retorno exigido pelo mercado financeiro em termos de risco envolvido"*. Trata-se, portanto, de uma visão de gerenciamento do valor da empresa que persegue a identificação e apuração do seu valor intrínseco para poder cumprir com seu objetivo.

O mercado de capitais opera fundamentalmente com o conceito de valor. Cada analista se considera responsável no sentido de se antecipar aos demais a fim de projetar o valor da empresa para tomar a decisão correta no momento correto. Dessa maneira, ao agir ele provoca efeito no mercado e, dentro de um certo intervalo de tempo, em certas situações, por atuar sobre esse mesmo mercado, faz com que o mercado confirme o tal valor decidido. Nessa linha de raciocínio,

embora abordando questões mais macro ele se envereda pelo tema das profecias auto - realizáveis (Simon, 1976). Se isso pode ocorrer, é de extrema importância entender como o analista elaborou o racional de análise e em que situações isso pode ocorrer.

1.2.Questão da pesquisa

Muito embora o tema valor da empresa não se refira apenas às empresas com ações negociadas em bolsa de valores, são essas que mais de perto serão beneficiadas pela pesquisa, já que o referencial valor é mais facilmente obtido pela *proxy* quantidade de ações x preço das ações praticadas no mercado. Por sua vez, ao identificar os números que a entidade usa para obter o resultado econômico, a organização cria uma **medida de eficiência da gestão de valor**, o *Market Value Added* que surge quando se subtrai do valor da empresa o capital nela investido. Dessa apuração, um dado valor é obtido e, sendo seu sinal positivo, é possível inferir que o mercado atribui valor à empresa maior do que a somatória de ativos líquidos disponíveis. O inverso significa valor menor do que a somatória dos ativos líquidos. Na primeira alternativa, em que o *Market Value Added* é positivo, é possível inferir matematicamente que existe expectativa de fluxo de caixa futuro positivo descontado para o valor presente. As razões para tal expectativa são das mais variadas: capacidade de gestão, tecnologia etc. Uma organização com *Market Value Added* negativo pode ser uma ótima oportunidade de aquisição por agente externo se ele concluir que o preço está temporariamente subestimado ou se acredita que o mercado refuga a ação por considerar a organização não adequadamente competitiva (e isso possa ser mudado). Do ponto de vista evolutivo, *Market Value Added* positivo e crescente é algo que se deve esperar e poderia ser alvo da gestão para retenção dos acionistas. Por sua vez, valor negativo e/ou decrescente ao longo do tempo é uma informação que revela desfavorabilidade do ponto de vista qualitativo da entidade propriamente dita. Mostra a percepção do mercado em relação ao nível de eficiência da gestão de recursos, que não apenas é influenciada por elementos internos à empresa, mas também pelo próprio mercado. O entendimento do *Market Value Added* não

se refere apenas a conceitos econômicos, mas também financeiros, comportamentais, contábeis etc. Dessa maneira, entender como a gestão interna da entidade pode afetar o MVA® é relevante e atual, ainda que complexo no gerenciamento das organizações.

Dentro da perspectiva exposta, a pergunta que se pretende responder é: ***existiria relacionamento entre o processo gestão de valor e a adequação do*** *Market Value Added* ***das empresas brasileiras com ações em bolsas de valores****?*

Tal pergunta surge como decorrência do entendimento de que a definição de valor é importante para as empresas e, concomitantemente, as fontes de informações são vitais para o processo de tomada de decisão. Conhecer o que as empresas que apresentam desempenho favorável na gestão de valor tem a diferenciar é algo útil e que interessa ao tomador de decisão. Complementarmente, a pergunta trata dois aspectos:

- **Poderia** a Contabilidade ser usada pelas empresas brasileiras no processo de gerenciamento do valor como fonte básica de informações e metodologias de apoio?

  A resposta a essa pergunta passa pela abordagem conceitual do tema. O autor desta pesquisa não tem dúvida sobre a capacidade da Contabilidade dar esse tipo de resposta, desde que adequadamente estruturada e gerenciada. Por outro lado, a discussão sobre como fazê-lo é de grande importância no sentido de validar a resposta à questão formulada. Tal discussão implica na análise das várias metodologias disponíveis e serão consideradas nos vários capítulos deste trabalho.

- **Estaria** a Contabilidade sendo usada pelas empresas brasileiras no processo de gerenciamento de valor?

Além da constatação da utilização ou não da Contabilidade como suporte para o processo de decisão de valor da empresa, em caso negativo, quais seriam as suas causas? Como os gestores estariam percebendo tal relacionamento?

O enfoque de valor dado ao trabalho leva em conta que ele é estabelecido e gerenciado, ou seja, as ações são desenvolvidas no sentido de alcançar as metas decididas. Isto faz sentido à luz da perspectiva de que o tomador de decisão, tendo algumas opções estruturadas, outras menos e até não-estruturadas, infere o valor para então poder tomar decisão sobre manutenção ou não do investimento. Com isso ele passa a ter importante referencial (valor intrínseco apurado) em relação ao qual a comparação com o outro lado da mesa (ofertante ou demandante) permite confronto.

1.3.Objetivo da pesquisa

O objetivo deste trabalho consiste em identificar conceitos e tratá-los através de informações que permitam concluir se existe relacionamento entre o processo gestão de valor e *Market Value Added* das empresas brasileiras com ações em bolsas de valores. Alguns objetivos específicos são requeridos:

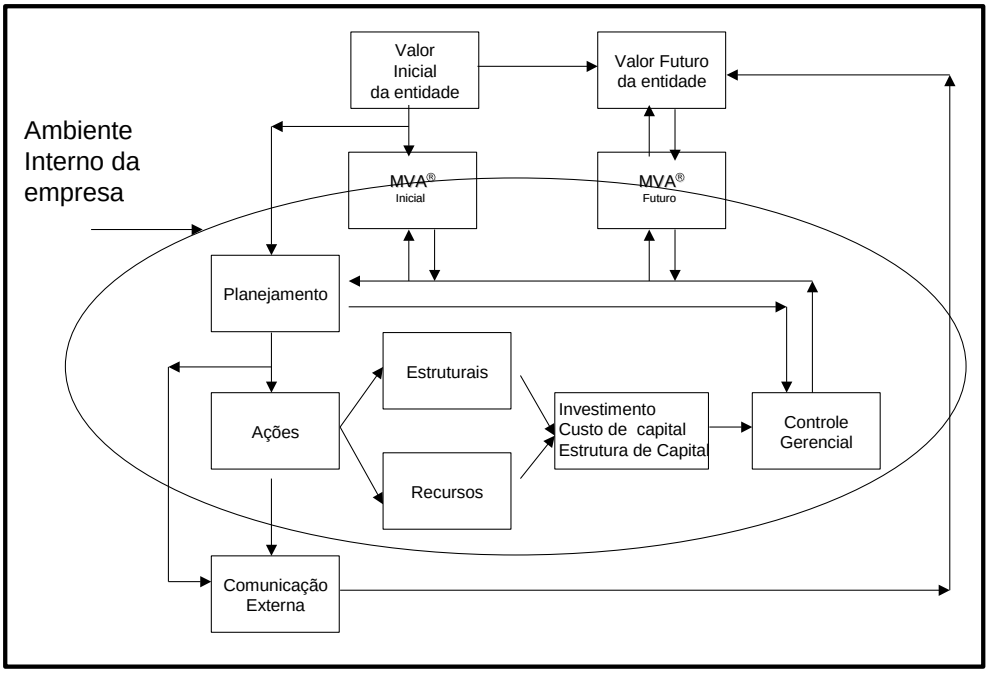
- Identificação do **entendimento** das organizações brasileiras sobre o tema valor da empresa;
- Identificação do entendimento da **utilidade** do tema valor da empresa para as organizações;
- Identificação da **utilização de instrumentos contábeis** para o gerenciamento de valor dentro da empresa; e
- Investigação da possível correlação entre **percepções de entendimento, utilidade e utilização** de instrumentos e variação do MVA® das empresas brasileiras no período dezembro de 1997 a dezembro de-1998.

Como conseqüência da especificação dos objetivos, a fim de responder a questão da pesquisa, os seguintes elementos conceituais devem ser tratados:

1. Conceito de valor, tratado no Capítulo 2
2. Processo de gestão de valor, tratado no Capítulo 2
3. Planejamento de negócios, tratado no Capítulo 2
4. Resultado econômico, fluxo de caixa e resultado contábil, tratados no Capítulo 3
5. *Market Value Added* (MVA®), tratado no Capítulo 3
6. Modelos que permitem a gestão de valor nas empresas, tratados no Capítulo 3

Como processo, a gestão de valor pode ser apresentada a partir do fluxo da Figura 1, sendo os elementos citados tratados nos correspondentes capítulos:

Figura 1. Fluxo de gerenciamento de valor



1.Uma dada entidade leva em conta o seu ponto de partida em termos de **valor inicial da entidade**. Significa identificar e avaliar recursos e disponibilidades, numa visão de planejamento estratégico em que tecnologia, capacitação gerencial, estrutura física e humana fossem avaliadas e, por meio de uma linguagem monetária da teoria fundamentalista, seja possível a apuração do valor inicial da organização. O **MVA® inicial** corresponde à percepção em decorrência do valor da empresa inicial, bem como do capital investido inicial. O **MVA® futuro** leva em conta o nível de investimento a ser feito em horizonte temporal definido, bem como o impacto que as ações implementadas devam ter sobre o valor futuro da empresa. A utilidade do MVA® reside na potencialidade de monitorar o **nível de eficiência da gestão de valor** que se deseja da empresa em termos de investimento. Investimentos adicionais no capital de giro ou bens de capital devem produzir (ao menos sendo lógico de se esperar no longo prazo) aumento no valor da empresa com conseqüente reflexo no MVA®. Sendo verdadeira tal ocorrência fica demonstrada a eficiência do investimento ao provocar impacto diretamente sobre o valor da empresa, indicador fundamental para o acionista. O inverso também será verdadeiro à medida que a redução no ativo imobilizado, por exemplo, comporta movimentação desfavorável no preço de mercado das ações e tal aumento poderia proporcionar MVA® negativo.

2.Uma expectativa do que se deveria atingir em termos de **valor futuro da entidade** deve ser clara na visão dos executivos e dos controladores. Essa expectativa deveria ser transformada em meta de acordo com o grau de realidade e horizonte temporal possíveis. A tolerância perante o patamar de precisão é algo que decorre da maturidade interna da organização perante tal tema; de qualquer maneira, ao menos como indicador de tendência, o indicador de valor é altamente desejável.

3.A meta de valor futuro passa a ser incorporada como indicador financeiro de longo prazo da organização, direcionando a escolha das **ações**, a serem definidas e passam a fazer parte dos compromissos dos executivos, através do processo de **planejamento** de longo, médio e curto prazos, sendo paulatinamente implementadas.

4.Tais ações devem afetar os **recursos** demandados (investimentos, custo de capital e estrutura de capital etc). Nesse sentido, a fluidez da gestão da estrutura de capital e seu correspondente custo de capital são de grande importância para a gestão do modelo, já que em situações em que fundos disponíveis não proporcionem retorno adequado, devem ser devolvidos aos sócios, refletindo menor capital investido. Complementarmente, ações também se referem às questões **estruturais** (estrutura organizacional, perfil da equipe, forma de gestão em termos de participação, tecnologia, etc).

5.A **comunicação externa** (comunicação com o mercado, atitudes frente à clientela, tecnologia etc), a partir de uma abordagem de longo prazo, deve proporcionar, de maneira coerente e contínua, informações estruturadas e não-estruturadas no sentido de permitir que o agente seja influenciado sobre parâmetros de preço que tenha referencial intrínseco projetado pela organização. A comunicação se apresenta não apenas *ex-post*; ao contrário, é contínua e deve se iniciar tão logo as ações propriamente ditas sejam decididas. Tal referencial de valor é decorrência da decisão de patamar de preço definido pelos controladores e perseguido pelos executivos.

6.Por sua vez, os recursos demandados são indicados nos demonstrativos contábeis, por meio do **controle gerencial,** tanto em termos de saldos necessários, como recursos consumidos sendo que o *feedback* é proporcionado permitindo ajustes ou revisões dos planos. Dessa maneira, a dedução do capital investido do valor de mercado permite a apuração do **MVA® futuro** cuja evolução se pretende descrever e analisar.

1.4.Justificativa da pesquisa

Tratando o tema pesquisa, Eco (1986:21) considera que um estudo científico deveria responder aos seguintes quesitos:

- *"O estudo debruça-se sobre um objeto reconhecível e definido de tal maneira que seja reconhecível igualmente pelos outros".*

  Isto se verifica com o projeto de pesquisa, já que a decisão de valor é citada pela grande maioria dos autores clássicos ligados à área financeira, como o grande foco de atenção empresarial. Por sua vez, o papel da Contabilidade em termos de informação e mesmo arcabouço da teoria fundamentalista, faz parte da sua própria missão enquanto área de conhecimento. Nesse sentido, Iudícibus citando Hendriksen (1997: 22), menciona que o "*objetivo da Contabilidade é fornecer conjunto de relatórios financeiros para usuários indeterminados com relação à riqueza ou transações econômicas da empresa...".* Por sua vez, o mesmo Iudícibus (1997:22) considera que a amplitude da discussão de quem é o usuário das informações é complexo, existindo situações em que o usuário não pode ser atendido pelas informações contábeis. Nesse ponto, caso o valor da empresa não possa ser decidido a partir da Contabilidade, estaria sendo identificada uma fronteira definitiva da área de estudo ou uma carência de integração de conhecimentos existentes e ainda não adequadamente relacionados?

- *"O estudo deve dizer do objeto algo que ainda não foi dito ou rever sob uma ótica diferente o que já se disse"*

  Pesquisa feita pela Simonsen & Associados (Trevisani, 1996: c1) indica que, de um universo de 152 empresas do Estado de São Paulo, apenas 39% dos entrevistados afirmaram avaliar o negócio de forma objetiva, enquanto que 33% consideram que avaliam subjetivamente o negócio, cerca de 24% não sabem como avaliar e 4% não responderam. Ora, se as empresas não têm uma metodologia objetiva para avaliar o seu valor, consequentemente, terão dificuldades em saber qual o seu valor. Em alguns momentos uma questão

aparentemente simples se torna crucial: a organização precisa saber qual é o seu valor apenas para situações de compra e venda do negócio? Certamente que não. A clara percepção de valor pode tornar viável à empresa o seu adequado gerenciamento, permitindo que a perpetuidade na atuação no mercado seja algo concreto, relativamente mais seguro e direcionado. Isto tende a acontecer se a empresa focar suas ações para o aumento de valor, ou em outras palavras, para elementos do processo interno de gestão que realmente tragam impacto sobre o valor para a empresa. Nesse sentido, a Contabilidade se constitui em importante fonte de informações, desde que seja preparada para tal. Se não fosse por outro motivo, perseguir a identificação das respostas referentes ao entendimento do tema valor justificaria a existência da pesquisa, haja vista a sua importância em termos de contribuição para o conhecimento do processo decisório brasileiro, onde pesquisas academicamente estruturadas sobre esse tema ainda são relativamente escassas. Conforme já mencionado, a gestão de valor é tarefa multidisciplinar e afeta a organização de forma contundente no curto, médio e longo prazos. A visão conceitual interna sobre o tema tem sido considerada por longa data e a visão de mercado, analogamente, tem sido objeto de estudo dos economistas; entretanto, a ligação entre esse elementos tem sido pouco tratada, o que faz com que exista um vácuo entre áreas distintas. Este estudo tem por objetivo discorrer sobre essa conexão, ainda que de forma muito aquém das necessidades, enfocando uma situação real como a brasileira, em um dado momento de sua evolução.

- *"O estudo deve ser útil aos demais"*

  A utilidade está ligada ao fato de identificar o impacto que o tema tem para os tomadores de decisão. Existe probabilidade de que uma decisão mais segura possa ser tomada desde que existam modelos e critérios estruturados. Eles não garantem a eliminação do risco, nem mesmo do erro, mas podem permitir melhor explicação das causas, com conseqüente potencial de realimentação

do processo futuro. De qualquer maneira, em termos de utilidade, pode-se levar em conta os seguintes aspectos:

Evolução das transações no mercado de capitais no Brasil

Essa área passa por uma importante transição no sentido de que existe aumento de sua atratividade internacional. Numa comparação divulgada pela Price Waterhouse (Trevisani, 1996: c-1), foi constatado que, entre 1992 e 1994, aconteceram, em média, 250 transações/ano de compra de empresas ou de parte delas, enquanto que em 1995 esse número atingiu 318 e, no período de janeiro a agosto de 1996 foram fechados 259 novos negócios, o que eqüivale a 42% a mais do que em igual período do ano anterior. A Gazeta Mercantil divulgou uma análise feita por Rebouças no sentido de que cerca de 47% das operações de compra de empresas foram feitas por empresas estrangeiras (Rebouças, 1996: c-5). Nos últimos anos, a participação das instituições internacionais e a globalização das bolsas fizeram com que o saldo qualitativo fosse dado. Se por um lado esse fator gerou movimentação das bolsas, por outro, o número de empresas com negociações na bolsa local está caindo. A necessidade de suporte mais qualitativo para tomada de decisão se torna crucial.

Demanda relativamente mais técnica em termos de metodologia de apuração de valor da empresa

Como decorrência do item anterior, ou seja, a maior relevância dos valores envolvidos, bem como a participação cada vez mais intensa de instituições internacionais, maior exigência de suporte técnico para apoio às decisões e a proliferação de técnicas nem sempre complementares, faz com que análises de maior profundidade e consistência sejam demandadas. Modismos e bons trabalhos de marketing permitem que, em certos momentos, outras questões técnicas deixem de ser adequadamente tratadas. Este trabalho pretende contribuir nesse sentido, ao menos de

maneira parcial, trazendo a discussão sobre os vários métodos e suas conseqüências sobre os resultados.

Raras pesquisas com profundidade e possibilidade de generalização feitas nessa área no país

Pesquisas sobre o tema, enfocando o mercado nacional, não têm sido muito numerosas, embora pronunciamentos e exteriorizações do *feeling* de executivos o sejam. Em outras palavras, a pretensão desta pesquisa é tornar a discussão, ao menos naquilo que diz respeito ao ambiente nacional, menos fruto de opiniões não comprovadas mas sim uma decorrência de análise com abordagem científica, ainda que as condições sejam adequadas apenas para a amostra tratada.

Possibilidade de extensão de conceitos de avaliação de investimentos para a área de avaliação de desempenho

Nos dias de hoje, autores tais como Stewart (1991) e Copeland (1995) propõem que a metodologia de apuração de valor seja ligada à avaliação de desempenho das organizações (e, consequentemente, dos executivos). Embora, à primeira vista, pareça razoável, nem sempre se revela factível em termos de rotina. O trabalho leva em conta tal aspecto, visando identificar oportunidades e distorções nessa abordagem.

- *"O estudo deve fornecer elementos para a verificação e a contestação das hipóteses apresentadas e, portanto, para a continuidade pública"*

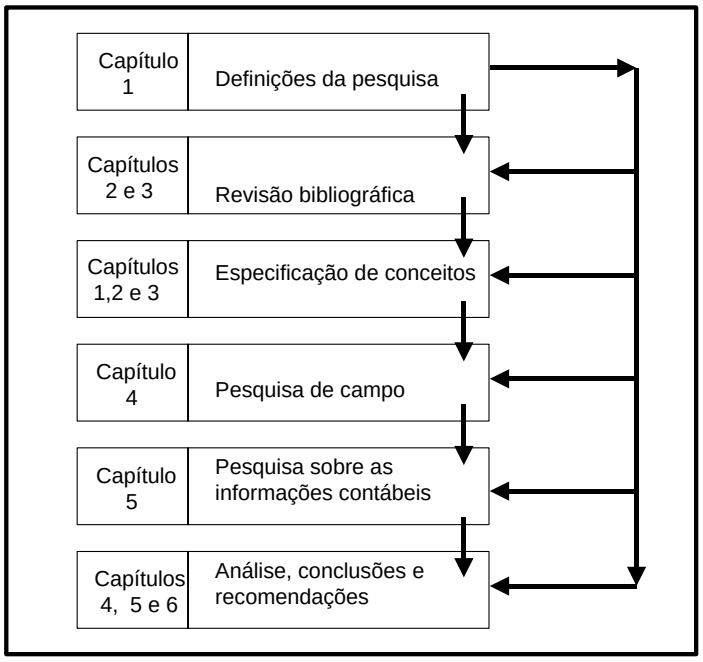
  Este trabalho, quando utiliza coleta de dados na pesquisa, desenvolve-se dentro dos critérios metodológicos aceitos pela comunidade acadêmica, sendo descritos no corpo do trabalho. Nesse sentido, por exemplo, a análise das demonstrações contábeis publicadas, embora tratadas de maneira a obter informações decorrentes, pode perfeitamente ser reproduzida, verificada ou mesmo contestada. Analogamente, no que se refere à pesquisa de campo

junto às empresas, tem o seu desenvolvimento marcado por especificações metodológicas e mesmo critérios explicitados para que possa ser adequadamente avaliada, reproduzida ou mesmo testada por outros pesquisadores.

1.5.Visão geral do trabalho

A Figura 2 indica a seqüência das atividades planejadas e desenvolvidas no trabalho, no sentido macro, sendo:

Figura 2. Seqüência do desenvolvimento do trabalho



Capítulo 1.Aspectos introdutórios do trabalho

Tem por função apresentar o assunto, justificando-o. Nele são apresentados o problema, objetivos, elementos a tratar, justificativas e limitações.

Capítulo 2.O Valor da empresa

Apresenta aspectos conceituais do tema valor dentro da necessidade frente aos objetivos do trabalho. O processo de planejamento empresarial é

abordado neste tópico no sentido de que o planejamento do valor da empresa é uma etapa significativa nesse exercício. Relaciona a Contabilidade como fonte de conceitos e informações para o planejamento e controle da gestão de valor.

Capítulo 3. Metodologias de gerenciamento de valor

Aborda algumas das metodologias disponíveis para cálculo do valor intrínseco da empresa e comenta várias das suas peculiaridades.

Capítulo 4. Evidências da utilização de instrumentos para gestão de valor no Brasil e impactos sobre o MVA® – pesquisa de campo

Corresponde à etapa em que se pretende a identificação, por meio de pesquisa de campo, do **entendimento, postura e utilização** das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores no que se refere ao gerenciamento do valor da empresa frente aos desafios do mercado globalizado. Todas as empresas relacionadas pela BOVESPA fazem parte dessa população.

Capítulo 5. Evidências da utilização de instrumentos para gestão de valor no Brasil e impactos sobre o MVA® - pesquisa sobre informações contábeis

Corresponde à etapa em que as informações contábeis foram tratadas, sendo apurado o MVA® (*Market Value Added*) de uma dada amostra[2]. Posteriormente, de maneira complementar, cruzamentos entre informações das duas etapas (pesquisa de campo e pesquisa sobre as informações contábeis) são efetuados com o objetivo de identificar traços da pesquisa de campo que sejam valorizados nas empresas com perfil de MVA® classificado como o mais adequado.

[2] Amostra composta pelas empresas que devolveram o questionário da pesquisa de campo adequadamente preenchido.

Capítulo 6.Conclusões e recomendações para futuras pesquisas

Apresenta as principais conclusões obtidas através do trabalho desenvolvido, bem como indica algumas recomendações para futuros trabalhos.

1.6.Restrições e delimitações

Este trabalho não pretende aprofundar o tratamento de alguns temas, ainda que, quando citados, devem ser entendidos como elementos necessários para o tratamento do foco da pesquisa e são considerados de maneira restrita:

- **Conceito de valor**

  Ainda que o conceito possa ser analisado a partir de estudos que se iniciam na Grécia antiga, com evolução significativa por vários momentos da história da humanidade, para fins deste trabalho, a visão considerada é a mais pragmática possível, ainda que Aristóteles, Platão, Nietzsche, George Moore e tantos outros tenham abordagens que afetam o tema, tanto no sentido moral como econômico ou ético.

- **Planejamento estratégico**

  Fundamental ao processo de gestão, o tratamento do planejamento estratégico se limita às questões que atendem a demanda imediata pelo assunto no desenvolvimento da análise.

- **Metodologias de apuração e gestão de valor**

  Embora trate das metodologias para apuração de valor, não se atém a discussão exaustiva das limitações e potencialidades de cada uma delas mas sim, depois de uma apresentação geral, adota uma das visões, no caso, a do

lucro residual[3]. Na verdade, a métrica de apuração de resultados para orientar a empresa em termos de valor, na opinião do autor, não se constitui no único ponto fundamental da sua gestão mas sim um dos aspectos a se tratar no processo de gestão de valor. O que se pode avaliar e inferir é se um dado indicador favorece mais ou favorece menos a gestão da entidade do que outro em termos de entendimento e facilidade de utilização.

- **Aspectos comportamentais dos investidores e convivência da empresa com o mercado**

  Parte significativa da análise diz respeito às questões comportamentais do sócio-controlador, inerentes ao processo de gestão.

- **Contabilidade Gerencial e Financeira**

  Apropriações de gastos referentes a pesquisa e desenvolvimento, *leasing* e *goodwill,* por exemplo, são abordados de maneira bastante simplificada, não sendo objetivo deste trabalho tratar exaustivamente aspectos ainda sob discussão sobre esses temas. Este trabalho leva em conta a ótica da Contabilidade Gerencial, ou seja, se posiciona a partir da ótica do gestor, estando dentro da organização, com possibilidade de obter qualquer informação que seja possível estruturar a partir da Contabilidade.

- **A abordagem de *agency* de Jensen**

  Ainda que reconhecida, seu tratamento em detalhe não faz parte do foco principal deste trabalho.

- **Impacto dos elementos *out of balance* na apuração do MVA®**

[3] A expressão *residual income* é consagrada no sentido de identificar o lucro econômico. Sua tradução mais fiel é lucro residual; contudo, no ambiente brasileiro podemos encontrar outros termos para o mesmo conceito, que seriam resultado residual e valor residual. No entanto, valor residual tem um sentido próprio, diferente daquele que se pretende no presente trabalho.

Ainda que seja um aspecto importante, o foco do trabalho não é esse. Alguns aspectos foram tratados anteriormente (Frezatti, 1999a).

Em termos de delimitação, devem ser esclarecidos alguns aspectos:

- **Ponto de vista e análise interno à organização**

  Significa dizer que, embora o tema tenha utilidade para o analista de mercado de capitais e acionista minoritário, o acionista controlador com objetivos de estabilidade na participação acionária e o executivo são os usuários preferenciais desta análise. Quando for possível, ambos serão contemplados e, quando não for possível, o acionista controlador é a prioridade de foco.

- **Valor pode ter dimensão para diferentes tipos de empresas (com capital fechado ou filiais de empresas globalizadas)**

Embora escopo conceitual possa ser usado em outros tipos de empresas, o foco principal corresponde às empresas com capital aberto, com negociações correntes em bolsa de valores.

CAPÍTULO 2 – O VALOR DA EMPRESA

Vários estudiosos, tais como Weston e Brigham (1968), Van Horne (1995), Ross (1995), Lee (1985), consideram que o grande objetivo dos gestores e, particularmente dos gestores financeiros, consiste em maximizar a riqueza dos acionistas, o que significa zelar pelo valor da empresa. Dessa maneira, é fundamental saber determinar tal referencial (Lee, 1985:165).

2.1.Conceito de valor: várias óticas em função das perspectivas

Weston & Brigham (1968:170-171), autores clássicos da literatura financeira, apresentam uma interessante abordagem tratando as conceituações de valor de maneira a contrapor as óticas levando em conta a utilidade do conceito:

Valor de liquidação *versus* **valor de continuidade**

Valor de liquidação é definido como o valor que pode ser realizado se um ativo (ou grupo de ativos) for vendido separadamente da organização que os utiliza. A soma desses ativos deduzidos dos eventuais compromissos (passivos financeiros ou não) proporcionam o valor de liquidação dessa propriedade.

Por sua vez, valor de continuidade considera que a entidade seja vendida como uma unidade produtiva de serviços ou produtos para outra entidade (pessoa ou outra organização). Dessa maneira, em condições normais, o comprador paga pelos ativos mais do que a soma das partes em decorrência da expectativa de benefícios futuros que ele deve proporcionar

Valor contábil *versus* **valor de mercado**

O valor contábil é aquele apurado a partir da contabilidade pelos princípios, o qual é desenvolvido a partir do custo histórico, corrigido ou não. Por sua vez, o valor de mercado deve corresponder àquele que pode ser

considerado para que o ativo possa ser vendido. No caso do ativo se constituir numa empresa, poderia ter dois diferentes tipos de valor de mercado: o de liquidação e o de continuidade. Normalmente, apenas o maior deles é referenciado como valor de mercado.

Valor de mercado *versus* **valor intrínseco**

Graham, Dodd e Cottle *apud* Weston (1968: 170), definem valor intrínseco como aquele que é justificado pelos fatos, tais como geração de lucros, dividendos e gestão. O objetivo primário da utilização do termo intrínseco é enfatizar a distinção entre valor e o preço corrente do mercado, indicando que tal valor não é permanente, ao contrário, se altera periodicamente. De qualquer maneira, o valor intrínseco deveria se alterar menos rápida e drasticamente do que o preço de mercado, permitindo ao investidor uma oportunidade de lucrar com a discrepância entre o preço corrente e intrínseco num dado momento. A utilização do conceito de valor intrínseco é valida para qualquer tipo de ativo mas só é possível a partir da projeção dos benefícios de fluxo de caixa líquidos futuros, descontados a valor presente.

Outras conceituações podem ser encontradas a partir de vários autores mas, para efeito deste trabalho, deve ser considerado que o interesse do usuário leve em conta o **valor intrínseco** como sendo aquele que deve ser gerenciado pelas organizações. Miller (1995: 4-5) trata o mesmo elemento conceituando-o como *fair market value*, que seria numa transação "o valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo) que poderia ser trocado entre um propenso comprador e um propenso vendedor, cada qual tendo um razoável conhecimento de todos os fatores pertinentes ao objeto, inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos"[4].Por sua vez, o **valor de mercado** continua sendo fundamental para a gestão e será apurado mediante a

[4] Tradução-livre feita pelo autor deste trabalho.

disponibilidade de uma aproximação, no caso, a quantidade de ações multiplicada pelo valor unitário em uma certa data. Pode ser dito que se trata de uma aproximação pois, numa venda de controle efetivo, o valor de negociação poderia/deveria ter um prêmio, difícil de ser captado numa transação rotineira de compra e venda sem as características de troca de controle.

Copeland (1995:97) considera que **Gestão do Valor** "*é um processo interativo designado para aperfeiçoar as decisões estratégicas e operacionais da organização com foco nos seus direcionadores de valor*"[5]. O mesmo autor (1995:102) reconhece que uma série de outros indicadores permeiam a organização mas ela deveria deixar claro que as decisões internas devem ser direcionadas para a Gestão de Valor, a partir do indicador mais adequado. Encontrar maneira de proporcionar valor de mercado superior ao valor intrínseco consiste em materialização da eficácia de investimento do ponto de vista da sua manutenção pelo controlador. Para tanto, os diferentes indicadores de gestão proporcionam variados impactos sobre o negócio e o processo decisório da organização, podendo exigir diferentes níveis de desempenho dos executivos.

2.2.Indicador financeiro de longo prazo na análise de valor

Indicadores de gestão utilizados no desenvolvimento do plano estratégico da organização têm por função monitorar a sua missão. Podem ser separados em:

1. Indicadores financeiros de longo prazo; e
2. Indicadores não-financeiros.

A mensurabilidade desses indicadores, abrangência e a clareza de seu entendimento são de grande importância na sua definição. Devem permitir aos gestores traçar planos de longo prazo e acompanhá-los no curto prazo a partir de uma hierarquia definida. O desenvolvimento nessa área tem sido verificado ao

[5] Tradução-livre feita pelo autor deste trabalho.

longo do tempo e progressos têm sido percebidos. Podem ser citadas as seguintes etapas percorridas ao longo do desenvolvimento da Contabilidade Gerencial:

1. **Foco no volume de vendas e faturamento**. Espelhava percepção de falta de controle sobre outros elementos da atividade. Seu referencial era a atividade comercial. Em algumas organizações, não de porte significativo, essa visão ainda é a única existente;
2. **Foco na margem bruta e operacional**. Avanço sensível em termos de pretensão de controle sobre os elementos a considerar, já que o controle sobre custos e despesas se torna possível e exige uma certa estruturação contábil para que possa ser desenvolvido;
3. **Foco no lucro líquido**. A organização passa a se preocupar com a geração de resultado para poder distribuir ao acionista, bem como se apercebe que a estrutura de capital tem papel significativo sobre o resultado final da operação;
4. **Foco no retorno sobre o investimento**. Aqui se percebe uma importante guinada em decorrência da percepção de controle não só sobre a operação, mas também sobre os recursos que tornam viável tal operação; e
5. **Foco no valor**. A partir desse momento, além de se preocupar com resultado obtido pela entidade e os recursos requeridos para as operações daí derivadas, a organização se preocupa com o efetivo impacto sobre o valor da entidade. Tal dimensão tem nuanças de curto e longo prazos, o que torna a abordagem ainda mais complexa de ser compreendida.

Na verdade, todas essas contribuições não são incongruentes entre si, ou seja, uma nova contribuição não necessariamente invalida as anteriores; ao contrário, as contribuições podem ser vistas como cumulativas, como avanços; contudo, o progresso nessa área tem sido uma seqüência de rupturas em relação às

contribuições anteriores provocando uma sensação de espanto e insegurança por parte dos usuários dessas informações já que no mundo competitivo os gestores se vêem obrigados a perseguir as melhores soluções, o que, normalmente, não pode ser algo a ser generalizado. No seu conjunto, devem indicar se a organização é saudável, se está melhorando, se está estável ou piorando nos intervalos de tempo em que ela considera adequadas as medições (Ward, 1992:65-68). Contudo, podem proporcionar distorções ao processo decisório quando indicam de maneira dúbia o estado da organização (Rappaport, 1998:13-31). O indicador financeiro de longo prazo permite monitorar os vários elementos, servindo de elo entre o plano estratégico e o orçamento anual. Significa dizer que a aprovação do orçamento anual decorre de apresentar condições de atingir esse indicador. No seu sentido mais atual, outros indicadores não-financeiros são encontrados, dentre eles, o *market share*, sendo que, em algumas oportunidades, a hierarquia entre eles se constitui em questão de discórdia entre os executivos das organizações. De qualquer forma, na definição de objetivos de longo prazo, ao menos um indicador financeiro deve ser estabelecido pelos executivos, a fim de proporcionar condições de monitorar o desenvolvimento das operações sob a perspectiva de unificação do entendimento dos eventos econômicos. Várias alternativas estão disponíveis e são citadas na literatura como potenciais adequados indicadores financeiros de longo prazo. Carleton e Davis, em obra coordenada por Ansoff, (1977:157-172) discutem os vários indicadores, no caso o Retorno sobre o Investimento, Lucro por Ação, Índice P/L e mesmo um modelo com ponderação de vários indicadores. Mais recentemente Norton e Kaplan (1996) apresentaram o *Balanced Scorecard* como forma de equilibrar indicadores financeiros e não-financeiros. Contudo, nesse sentido, é muito importante separar o indicador que pode e deve ser utilizado como instrumento de **avaliação de desempenho** daquele que permite a **análise de investimento** e, posteriormente, passa a ser também utilizado na **avaliação de desempenho**. Dispor de um único indicador financeiro de longo prazo que possa ser uma orientação útil para decisões de investimento e de análise de desempenho é um desafio ainda não

plenamente atendido. Neste trabalho, a utilidade do instrumento tem a avaliação de desempenho como foco principal. Ultimamente têm sido confrontados o Retorno sobre o Investimento (entenda-se o investimento do acionista que consiste no Patrimônio Líquido da entidade) e o Lucro residual. Dentre outras possibilidades, o indicador financeiro de longo prazo permite à organização controlar o resultado da entidade como um todo, valorizando-o em detrimento das partes. Solomons trata essa questão (1965: 45) ao desenvolver estudos sobre as divisionalização nas entidades. Demonstra que desempenho positivo em uma dada área pode estar sendo compensada por desempenho desfavorável em outra área medido em itens monetários ou não.

O indicador financeiro de longo prazo não prescinde de outros indicadores, sejam eles monetários ou não. O importante é que tenha grande aderência com o estímulo ao aumento da riqueza da entidade, o que pode ser refletido pelo aumento do Valor Presente Líquido positivo dos projetos analisados pela organização. No entender de Bromwich (1998: 398) mais importante ainda do que a aceitação, é a busca por tais projetos. Outra questão importante diz respeito a conflitos de interesse entre os gestores e acionistas (Bromwich, 1998:398) e requerem um adequado instrumento para medição de desempenho e recompensa. Esse conflito pode estar ligado, por exemplo, ao grau de aversão ao risco que os diferentes agentes possam ter em relação à entidade e é evidente que o simples fato de dispor de um indicador financeiro de longo prazo adequado não garante sucesso e otimização de recursos da organização.

Muito embora vários autores tenham se manifestado, criticando ou defendendo os instrumentos acima, tais como Copeland (1995), Stewart (1991), Rappaport (1998), dentre eles, abordagens numéricas indicando imperfeições não têm sido apresentadas com muita freqüência. Algumas evidências sobre diferentes graus de eficiência dos indicadores podem ser percebidas quando decisões hierarquizadas ocorrem nas organizações (Frezatti, 2001).

Steiner (1979: 165) considera que o indicador de longo prazo passível de ser utilizado no processo de planejamento estratégico deve levar em conta os seguintes quesitos:

- **Estar atrelado ao propósito da organização** (missão e valores), contribuindo para que se mova para o direcionamento correto. Objetivos neutros, sem contribuições reais ou ainda conflitantes para tais elementos são inadequados;
- Passível de ser **mensurado durante certo espaço de tempo**, sem o que se torna impossível avaliar de maneira objetiva se foi ou não atingido;
- **Factível** no sentido de que será atingido, evitando objetivos não-realistas e que só servem para desmotivar os gestores;
- **Aceitável pelas pessoas da organização**, pois deverá ser implementado a partir da definição de responsabilidades;
- **Flexível** no sentido de que pode ser modificado, caso alguma contingência apareça. Não significa que seja volátil, mas sim claro o suficiente para garantir direcionamento aos profissionais;
- **Motivador**, já que são as pessoas que irão desenvolver suas atividades e proporcionar os resultados esperados. Dessa maneira, o grau de agressividade deve ser dosado para obter o nível de motivação que se deseja;
- **Passível de ser entendido**. Em princípio, ao menos conceitualmente, é extremamente desejável, que seja **simples** e deve ser entendido com poucas palavras;
- **Passível de comprometimento** por quem irá desenvolver ações para que seja atingido. Em alguns casos, o comprometimento total sobre dado objetivo só é obtido quando dois ou mais executivos trabalham juntos por serem (individualmente) responsáveis parciais;
- **A participação dos profissionais na sua definição** é fundamental para que seja validado; e

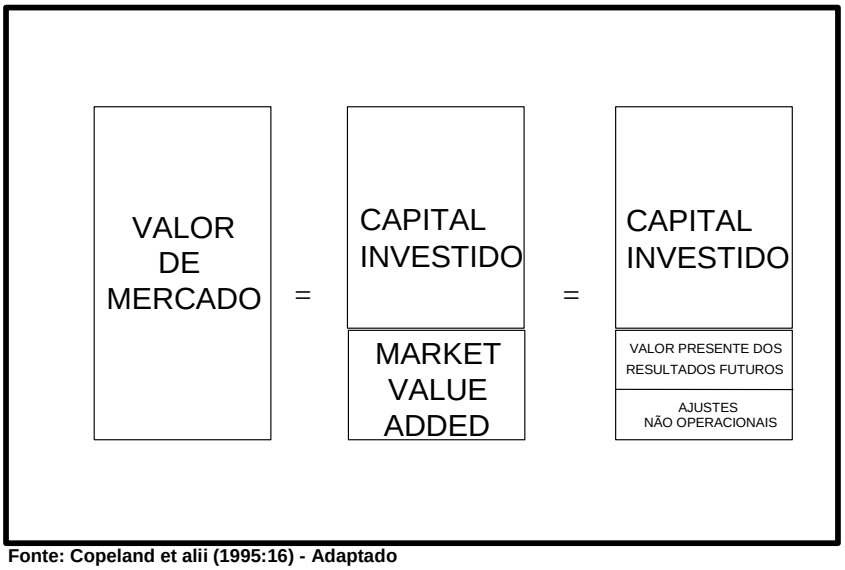
- **Consistência de relacionamento entre os diversos objetivos** (nos vários níveis hierárquicos e na organização), já que cada área deve dispor de objetivos relacionados com aqueles, hierarquicamente priorizados.

Quadro 1. Análise comparativa dos indicadores financeiros de longo prazo

Descrição	Retorno sobre o Investimento	Lucro residual	Valor da empresa	MVA®
Atrelados aos propósitos da organização	Atende ao quesito, não necessariamente relacionando-o com criação de valor.	Atende ao quesito perseguindo a abordagem de criação de valor.	Atende ao quesito perseguindo a abordagem de criação de valor.	Atende ao quesito perseguindo a abordagem de criação de valor.
Passíveis de serem mensurados dentro de espaço de tempo	Atende ao quesito, sendo definido o horizonte temporal necessário (anual, trimestral ou mensal).	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Factíveis	A exeqüibilidade dos resultados depende do gerenciamento e bom senso dos executivos. A metodologia em si é factível.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Aceitáveis	Nada indica que não seja aceito pelos participantes.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Flexíveis	O método é flexível para ser gerenciado levando em conta as condições específicas da organização.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Motivadores	Desde que percebidos como factíveis e racionalmente aceitáveis, atrelados à avaliação de desempenho individual, podem proporcionar motivação aos participantes.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Participação dos profissionais na sua definição	Depende da maneira como a organização envolve os participantes no processo de gestão.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Passíveis de serem entendidos	Relativamente mais simples de ser entendido do que os outros métodos.	Relativamente complexo em termos de entendimento por envolver conceitos tais como custo de oportunidade.	Relativamente complexo devido, principalmente, aos fatores não controláveis externos à organização	Relativamente complexo devido, principalmente, aos fatores não controláveis externos à organização
Passíveis de comprometi-mento	A partir do entendimento e capacidade de gerar impacto sobre o resultado, os executivos tendem a se comprometer com as metas definidas.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.	Idem às características percebidas no outro instrumento.
Consistência de relacionamento	Proporciona possibilidade de relacionamento entre os vários objetivos.	Permite relacionamento não-viesado entre os objetivos macro e micro da organização.	Permite relacionamento não-viesado entre os objetivos macro e micro da organização.	Permite relacionamento não-viesado entre os objetivos macro e micro da organização.

Como se percebe em vários elementos apresentados, a sua adequação depende mais da forma como são utilizados pela organização do que da natureza do indicador propriamente dita. Independentemente disso, as características apresentadas por Steiner (1979) são de fundamental importância para o estabelecimento do indicador e para a sua utilização. Tem sido tradicional se referir ao indicador financeiro como a ferramenta que oriente a criação de valor no âmbito da organização. Por se concentrar nas atividades internas, em relação às quais tem relativo controle, a organização pode ignorar tacitamente a evolução do valor como um indicador representativo. Dessa maneira, o autor deste trabalho desenvolveu os comentários comparativos apresentados sobre alguns possíveis indicadores e o valor da empresa propriamente dito, apresentado como indicador no Quadro 1. Como conseqüência da análise do Quadro 1, pode ser mencionado sobre a figura do MVA® como indicador financeiro de longo prazo:

Figura 3. Composição do MVA®



Fonte: Copeland et alii (1995:16) - Adaptado

1. Atende à necessidade de monitorar o valor, já que a sua montagem incorpora a figura do valor de mercado da entidade (Figura 3). Como conseqüência, as ações que permitem obtenção de resultados que

favoreçam o valor da empresa são coerentes com esse indicador. Significa dizer, em outras palavras, que ações que proporcionem impacto favorável ao crescimento de valor da ação no mercado seria capturado apenas por dois indicadores: próprio valor da empresa no mercado e o MVA®. Os demais indicadores são indiretos, ou seja, podem contribuir para a apuração do valor intrínseco, sem ligação, todavia, com a validação que o mercado proporciona.

2. O argumento mais freqüentemente ouvido para evitar a inclusão do valor de mercado (preço da ação) como indicador financeiro de longo prazo é que ele não é controlável pelos executivos, haja vista a influência de vários elementos do mercado, tais como taxa de juros, a percepção de risco por parte dos agentes, a evolução dos vários setores da economia etc Esse argumento não pode ser aceito pois, se isso acontecesse, não existiria forma do acionista ter conforto no sentido de que a maximização da sua riqueza seja perseguida. Welsch (1988: 10) considera que os gestores precisam se antecipar aos efeitos das variáveis não-controláveis, analisar seu efeito potencial e fazer planos constantes a partir dessas evoluções esperadas. Dessa maneira, avaliação e análise são cruciais na determinação do relacionamento entre as variáveis controláveis e não-controláveis, já que as últimas podem interferir fortemente na definição das primeiras.
3. A mecânica do MVA® inclui tanto o valor de mercado como os recursos necessários para a obtenção do benefício futuro (Figura 3). O valor de mercado (preço da ação x quantidade da ação) é deduzido do capital investido. Dessa forma, o capital investido corresponde a todos os ativos líquidos de passivos operacionais necessários às atividades. O benefício da utilização do MVA® em acompanhar o valor da empresa é que, ao relacionar o recurso investido com o valor de mercado, ao obter eficiência na gestão dos recursos da entidade, proporciona possibilidade de estabelecimento de metas com certa clareza na identificação da variação

de desempenho, por exemplo, na gestão do capital de giro que reduza os estoques e aumente a sobra de caixa com possível distribuição de resultados, dependendo do nível de expectativa do retorno do investimento planejado. Essa conclusão a partir de elementos que fazem parte do MVA®, ao mesmo tempo, um indicador de risco útil e um instrumento mais complexo do que os demais apresentados. Significa dizer que, para ser mais eficientemente utilizado, deve ser entendido com certo nível de profundidade (a ser discutido no Capítulo 3).

4. A possibilidade de convívio entre a redução do valor da empresa no mercado e aumento do MVA® (ou vice-versa) não deve ser menosprezada e mostra que ele é um indicador de **eficiência de gestão de valor** e não um indicador **de geração de valor** como enganosamente a tradução literal possa indicar. Isso pode ocorrer em função de que a combinação de elementos deriva de diferentes impactos (macro-econômico, emocional, etc). O valor da empresa decorre da percepção de retorno dos diversos agentes do mercado, enquanto que o MVA® é uma medida de eficiência dos recursos disponíveis em relação a essa percepção. Assim sendo, por exemplo, situação em que o valor de mercado apresente tendência negativa e MVA® positivo indica que os gestores, ainda que não podendo influenciar o valor da empresa no mercado, provavelmente, gerenciam adequadamente os recursos à sua disposição. Uma vez que os agentes percebam dessa maneira, a longo prazo, irão refletir sua percepção sobre o valor da empresa, com a aceitação da subida do seu preço.

2.3.O plano de negócios e o gerenciamento do valor da empresa

É muito comum nas entrevistas com os executivos das empresas ouvir que suas empresas têm sistemas de planejamento empresarial (Frezatti, 1999b: 17). Uma análise mais acurada, mediante algumas perguntas, permite o entendimento do nível de ambição da empresa em termos de planejamento. Muitas vezes suas preocupações são intensas, mais especificamente ligadas às questões táticas; em outros casos, é difuso, não tendo muita profundidade tanto no processo como

no conteúdo. Nesse sentido, não se pretende discutir e mesmo confundir técnicas de elaboração do planejamento com o seu produto. Planejar é quase uma necessidade natural, como o alimentar para o ser humano. Não se alimentar significa enfraquecimento e o mesmo ocorre com a organização, caso o planejamento não afete o seu dia-a-dia dentro do seu horizonte mais de longo prazo.

O plano de negócios é o instrumento básico das organizações para geração de valor. Por si mesmo não agrega valor mas proporciona condições de estruturação do processo decisório, que organiza e dá prioridade às ações futuras. Nessa visão, decidir antecipadamente constitui-se em **controlar o seu próprio futuro**. Essa é uma visão bastante pró-ativa no que se refere ao processo de gestão de uma dada organização. Ansoff (1977:5-8), considera que as empresas têm que tomar três tipos de decisões distintas:

Estratégicas, tendo por objetivo otimizar a função definida (o indicador financeiro de longo prazo), que pode ser o retorno sobre o investimento, EVA® (*Economic Value Added*), distribuição de lucros, etc Tais decisões, numa seqüência temporal, devem preceder as demais;

Administrativas. De maneira simplificada, seu grande problema consiste em estruturar os recursos da empresa para obter desempenho otimizado. Decisões sobre a organização, a estrutura de conversão de recursos, obtenção e desenvolvimento de recursos, conflitos entre estratégias e operações, conflitos entre objetivos pessoais e institucionais e interações entre variáveis econômicas e sociais fazem parte desta categoria de decisão; e

Operacionais. Objetivos e metas ao nível operacional, níveis de preços e produção, níveis de operação, políticas e estratégias de marketing, políticas e estratégias de pesquisa e desenvolvimento, controle, etc, são exemplos.

A classificação de Ansoff não deve ser entendida como estanque ou estática. Na verdade, as decisões denominadas de estratégicas são as únicas que podem realmente ser tratadas distintamente; as demais podem ser mescladas. O importante é que a organização requer os três tipos para desenvolver suas atividades. Fischmann (17; 1995) diz que a decisão estratégica exige a **eficácia** das organizações, enquanto que as duas últimas têm grande preocupação com o aumento da **eficiência**. Ao longo deste trabalho, o termo planejamento de negócios tem por objetivo abranger o processo como um todo, envolvendo o plano estratégico, o plano administrativo e o plano operacional. O termo plano será utilizado sempre com o objetivo de indicar o formal do processo de planejamento.

O indicador financeiro de longo prazo, estabelecido na revisão do plano estratégico é um instrumento muito importante para o processo de elaboração do orçamento e mesmo sua aprovação. Corresponde à abordagem de aprovação do orçamento somente quando o indicador financeiro de longo prazo for alcançado pelas figuras projetadas. Dessa maneira, tal indicador deve ser qualitativamente adequado para proporcionar benefícios na sua utilização. No caso do MVA® , a sua montagem passa pela projeção do próprio valor da empresa, exercício esse que se mostra saudável para a organização.

2.4.A Contabilidade como banco de dados para análise e gerenciamento de valor

Charles Lee (1999) aborda o assunto, considerando que nos anos 90 o uso da Contabilidade para estimar o valor da empresa emergiu como um tema central na área de pesquisa. Tal visão está ligada à necessidade cada vez maior de buscar soluções para a identificação de referencial de inferência em termos de valor da empresa. De qualquer maneira, é fundamental não confundir o papel dos indicadores contábeis na gestão, não subestimando-os, mas atribuindo-lhes a

adequada importância. Ward (1992: 62) considera que o sucesso nos negócios tem como base a vantagem competitiva sustentável. Ele se utiliza de uma frase como título de um tópico de seu livro que caracteriza o seu entendimento sobre o papel da Contabilidade Gerencial no apoio decisório: *profit follows, not lead.*

2.4.1. Aspectos gerais que devem ser entendidos pelos usuários potenciais

Alguns aspectos são importantes na pretensão de utilizar a Contabilidade na atividade de avaliação de empresas. São eles (Lee, 1999: 414-415):

Valor é uma tema prospectivo, ou seja, relacionado com o futuro

Levando em conta a apuração do valor intrínseco da entidade, obter uma projeção se constitui em atividade que pressupõe subjetividade com algum grau de imprecisão. Na opinião do autor citado, a atividade se constitui muito mais em arte do que ciência, dadas as características.

A atividade de avaliar é multidisciplinar

Algumas das áreas de conhecimento que devem ser consideradas na análise de valor da empresa são: contabilidade, finanças, economia, marketing, estratégia corporativa, dentre outras. O tema não deve e não pode ser tratado de maneira não-integrada entre as várias áreas sob pena de não atender a demanda existente ou não proporcionar ao usuário a adequada percepção.

Os sistemas contábeis são cruciais na atividade de avaliação

Toda a modelagem contábil é fundamental para o processo de análise de valor. A presença dos princípios contábeis, as projeções de resultados e os demonstrativos corroboram essa perspectiva. Mesmo o fluxo de caixa descontado requer a projeção prévia da demonstração de resultados e balanço patrimonial, senão para gerar fluxos (tais como de impostos), ao menos para garantir a integridade das informações (aquilo que não está no caixa está no saldo das várias contas).

Os modelos de avaliação são sistemas contábeis *pro forma*

Projeções de resultado constituem em modelos *pro forma*, ou seja, são utilizados para projeções de resultados e compromissos de metas a se atingir no futuro. Dessa maneira, a modelagem condiciona e orienta as ações futuras que irão atingir os objetivos que proporcionarão aumento de valor da entidade. Em outras palavras, o fundamental no processo não é a geração de números mas sim o processo que eles proporcionam e que fazem com que a modelagem adquira dinâmica própria e seja útil à organização.

O processo de análise de valor não é confinado às informações dos demonstrativos

Outras informações, além daquelas originárias das demonstrações contábeis, obtidas de maneira estruturada ou não, fazem parte da análise de valor. Algumas informações de natureza financeira, tais como *disclosure* sobre contingências, ativos *off-the-balance-sheet* são alguns exemplos. Desempenho de *benchmark,* projeções de variáveis macroeconômicas, informações sobre tendências da concorrência, são de fundamental importância para a análise de valor da entidade, devendo ser capturados e considerados.

2.4.2.Diferenças nas necessidades dos usuários: informações internas x externas

Uma das inúmeras discussões significativas de Iudícibus é aquela que trata (1997) da abrangência da Contabilidade em termos de seus vários clientes. Ele percebe a dificuldade de atendimento dos vários usuários e discute se seria essa a melhor visão. A separação clássica da Contabilidade é aquela que considera a Contabilidade Financeira (também denominada de Fiscal e Societária) e a Contabilidade Gerencial.

Os produtos da Contabilidade Financeira (Hendriksen, 1992), são aqueles que a entidade elabora para atender usuários externos, tais como acionistas, governo, credores, etc. Devem seguir regras gerais para que a comparabilidade entre as várias organizações seja possível. O grande questionamento sobre ela diz respeito ao atendimento das demandas para o processo decisório interno das empresas pelas suas particularidades.

Na visão da Contabilidade Gerencial, não se espera que os executivos deleguem a obrigação de decidir qual a melhor forma de expor as informações contábeis (Solomons, 1965: 44), o que implica em perseguir identificação de uma mais adequada forma de considerar questões como depreciação, giro de estoque, detalhamento das áreas internas, por exemplo. Dessa maneira, a adaptação da Contabilidade às peculiaridades da organização é um pressuposto deste trabalho, sendo esperado que, na Contabilidade Gerencial, estejam disponíveis as informações necessárias para o processo decisório interno.

2.4.3.Confiabilidade e potencialidade da utilização

A confiabilidade de informações é uma característica fundamental a ser encontrada. A confiabilidade no passado dependia muito mais da precisão do que qualquer outra coisa. A verificação das informações era preponderante para toda a demanda das informações contábeis. Contudo, cada vez, mais a relevância faz parte desse cenário e requer sua consideração no composto da informação.

2.4.4.Valor econômico e fluxo de caixa

O resultado econômico total de uma entidade deve ser igual ao resultado apurado pelo total do fluxo de caixa, levando em conta o desconto de ambos os fluxos pela mesma taxa de custo de oportunidade e posterior somatório. O fluxo de caixa é um conceito de movimentação monetária, enquanto que o resultado econômico é um conceito de consumo de recursos. Ross (1995:2) diz que “o valor econômico dos ativos está intimamente ligado aos seus fluxos incrementais futuros”. Por sua

vez, a Contabilidade, no dia-a-dia das organizações, levando em conta os princípios contábeis, deveria espelhar o mesmo resultado econômico. Sabe-se que, a curto prazo, diferenças temporais, ditas diferenças de *timig*, podem se verificar mas, no longo prazo, elas deveriam se compensar. Toda a sustentação das análises contábeis e financeiras se baseia nesta assertiva, a qual foi objeto de demonstração por parte de vários estudiosos, tais como Preinreich (1938) e Peasnell (1982). Na verdade, pesquisas sobre o relacionamento entre o resultado, de acordo com os princípios contábeis, e o fluxo de caixa, de alguma maneira, têm sido tratadas também por Modigliani e Miller (1961), Solomons (1961), Feltham e Ohlson (1995) e Bauman (1999), dentre vários.

2.4.5.A divulgação como forma de gerenciar e afetar o aumento do valor

O processo de comunicação da organização com o mercado deve ser desenvolvido de acordo com a sua estratégia geral. Significa dizer que tal processo deve se desenvolver tanto para atender demandas das necessidades institucionais como de produtos da organização. No que se refere ao seu impacto sobre o valor, deve se identificar os potenciais elementos que possam trazer benefícios para entender tal efeito. Alguns dos pontos de apoio são:

1. Campanhas institucionais fortalecendo a imagem da entidade pelas várias unidades;
2. Campanhas fortalecendo a imagem dos vários produtos da empresa, pelas várias unidades;
3. Divulgação de informações que permitam relação de confiança entre a empresa e o mercado (sócios, potenciais sócios e os consumidores);
4. Participação dos executivos em eventos diretamente relacionados com a comunicação entre o mercado e a empresa;
5. etc.

A gestão da informação para evidenciar assimilação da informação no mercado deveria ser parte da estratégia de gestão de valor e não apenas parcela significativa da estratégia de marketing da organização.

CAPÍTULO 3 - METODOLOGIAS DE GESTÃO DO VALOR

O valor da empresa é uma decorrência do mercado. Tendo em conta a pretensão de identificar o valor intrínseco da entidade, instrumental interno é necessário para proporcionar essa percepção. Nesse sentido, a identificação dos potenciais benefícios futuros é fundamental para essa tarefa e o fluxo de caixa futuro proporciona essa percepção, sendo necessária a sua identificação. A igualdade entre o **fluxo de caixa**, o **resultado econômico** e o **resultado pelos princípios contábeis** é importante para várias demandas, sendo destacadas as seguintes:

- **Análise de investimento da organização**. Os métodos de avaliação de investimentos considerados são preponderantemente dependentes dessa premissa. Isso se verifica com o valor atual líquido do fluxo de caixa e taxa interna de retorno. Não sendo verdadeira a assertiva da igualdade, decisões tomadas pela organização não seriam monitoradas adequadamente pelos gestores, já que a decisão de investimento deveria ser analisada a partir do conceito de fluxo de caixa, enquanto que o controle ocorre a partir do sistema de informações da empresa moldado a partir dos princípios contábeis. Van Horne (1995: 2) menciona que “o investimento de fundos determina o tamanho da empresa, seus lucros das operações, o risco do negócio e sua liquidez”, o que significa que os investimentos podem por em risco o futuro das organizações se não adequadamente monitorados.
- **Análise de desempenho da organização**. Tem por preocupação acompanhar as decisões planejadas pela organização e dar suporte aos gestores no sentido de dar suporte para que possam perseguir melhoria de desempenho. Uma decisão de investimento implementada busca proporcionar resultado adequado à organização, capturado pela Contabilidade baseada nos princípios contábeis. Isso é importante do ponto de vista da Contabilidade Gerencial, aquela voltada para os usuários internos da empresa. Nesse sentido, vários

modelos têm sido desenvolvidos a fim de acompanhar o resultado econômico, sendo que a Contabilidade por Princípios Contábeis se constitui na base para a sua montagem. A família do lucro residual, cujo desenvolvimento tem sido retomado mais recentemente sob a denominação de *Economic Value Added,* se constitui em importante exemplo dessa tendência de utilização. Uma significativa corrente de raciocínio (Stewart, 1991) preconiza essa utilização com finalidade de atendimento também ao usuário externo à organização, mormente, o analista de investimento. Uma das críticas a essa posição, compartilhada pelo autor deste trabalho, é que o nível de subjetividade do agente externo que elabora a informação será relativamente ainda mais alto, do que aquele praticado pelo responsável interno, tendo como conseqüência menor chance de proporcionar informação relevante aos agentes.

Dentre os indicadores financeiros de longo prazo, podem ser evidenciados aqueles que têm conotação interna, tais como o retorno sobre o patrimônio líquido, fluxo de caixa e lucro residual, bem como os indicadores externos, relacionados com o mercado, tais como o próprio valor da empresa e o seu MVA®[6]. Copeland (1996: 102-104) reconhece que as métricas para avaliação de desempenho das empresas deve levar em conta duas dimensões para que se possa aferir a sua adequação: demanda por capital (tanto para capital de giro como para ativo permanente) e horizonte de longo prazo para seu planejamento e controle. Quanto maior o relacionamento entre os dois eixos (demanda por recursos e necessidade de horizonte temporal para suas operações) maior a demanda por indicador financeiro de longo prazo que possa permitir o acompanhamento. Diferentemente de Stewart (1991), o autor deste trabalho entende que a utilização do MVA® não implica, necessariamente, na utilização do lucro residual como indicador financeiro de longo prazo. A organização pode não adotar a mesma metodologia do MVA® intrínseco e, ainda assim, tê-lo como indicador financeiro de longo prazo. O

[6] EVA® e MVA® são *trademarks* da Stern Stewart

importante é que ao gerar o benefício presente dos benefícios futuros seja apurado pela abordagem de fluxo de caixa ou lucro residual.

3.1.Retorno sobre o Patrimônio Líquido

É citado como o mais utilizado pelas empresas americanas cobertas pela revista Fortune (Rappaport, 1998:13). Existem várias formas de calcular a taxa de retorno, sendo que a ótica do acionista foi escolhida para esta análise.

3.1.1.Conceitos gerais

Calculado a partir das informações gerenciais da organização, levando em conta a abordagem do retorno dos acionistas (base Patrimônio Líquido), sendo que a mecânica de cálculo é a seguinte:

Resultado líquido do período/ Patrimônio líquido sem o resultado do período

3.1.2.Pontos fortes

No que se refere aos pontos fortes, destacam-se:

Relativa simplicidade de cálculo e entendimento

O cálculo do retorno sobre o investimento consiste em um subproduto das informações contábeis gerenciais, não requerendo ajustes adicionais, o que facilita o entendimento e a rapidez para seu cálculo;

Relacionamento entre giro, alavancagem e margem

Consiste na decomposição da fórmula de Du Pont, a qual permite identificar as razões do retorno, bem como as origens da sua variação;

Possibilidade de referencial setorial para análise, dada a disponibilidade de informações

A cálculo do retorno sobre o investimento pode ser reproduzido pelas organizações, desde que estejam disponíveis as demonstrações contábeis

do período. Dessa maneira, quer seja para a análise interna, quer seja para análise de uma outra organização, na busca de *benchmarking*, é possível efetuar o cálculo.

3.1.3.Limitações

Dentre as várias críticas levantadas por Rappaport[7] sobre as desvantagens do Retorno sobre o Investimento, algumas são destacadas:

Relacionamento distante entre retorno sobre investimento e valor da empresa

Muito embora o bom senso considere que quanto maior o retorno sobre o investimento (no caso investimento do sócio, ou seja, o retorno sobre o Patrimônio Líquido), maior a probabilidade de crescimento do valor, nem sempre isso será verdadeiro. Para o acionista é importante a percepção de crescimento de valor e a sua correlação com o indicador utilizado;

Vários podem ser os critérios contábeis aplicados, afetando o resultado

Em decorrência das várias abordagens, resultados distintos podem ser obtidos por motivos unicamente ligados aos critérios contábeis e não ligados a eventos econômicos. A depreciação, por exemplo, pode ter diferentes tratamentos em termos gerenciais, com conseqüências na avaliação de resultados. Analogamente, provisões podem ser registradas a partir de diferentes enfoques, proporcionando diferentes resultados, influenciando a decisão dos executivos e mesmo acionistas. Na opinião do autor deste trabalho, essa limitação também pode ocorrer com a metodologia do lucro residual.

[7]Citadas por ele na versão de 1986 de sua obra, p.19 e não encontradas na edição de 1998.

O risco não considerado na avaliação

De maneira simplista, podemos distinguir o risco do negócio e risco financeiro. A figura do lucro contábil não incorpora nenhum desses tipos.

A necessidade de investimentos é excluída

Pode existir relacionamento entre as mudanças no valor econômico e no lucro. O investimento adicional necessário, relacionado com o capital de giro ou bens de capital, pode estar sendo ignorado, já que os recursos são medidos de maneira global.

O Retorno sobre o patrimônio líquido só captura um exercício na avaliação

Pela metodologia, ao se dividir o resultado do exercício pelo investimento médio, pela ótica do investidor, ou seja, o patrimônio líquido, só é obtido o percentual de retorno de um dado ano. Dessa maneira, o Retorno sobre o Investimento ignora o horizonte não incluído no período analisado. Ao calcular médias de retorno para vários períodos, nova distorção é introduzida ao método.

Retorno sub ou superavaliado

Solomon (*apud* Rappaport, 1986: 33) considera que existem várias razões para que a sub ou superavaliação da taxa de retorno possa ser verificada. De acordo com ele, os seguintes elementos podem provocar tal efeito:

1. Horizonte da vida dos projetos;
2. Política de capitalização;
3. Taxa de depreciação considerada; e
4. Intervalo entre o investimento e a recuperação pelo fluxo de caixa.

O gerenciamento do negócio por meio da taxa de retorno ocorre a partir de uma definição de percentual considerado adequado para o setor e o momento vivido. Contudo, uma vez identificada a taxa de retorno, a sua comparação com o custo de oportunidade do acionista permite a percepção do desempenho. Tal comparação é inadequada, já que o indicador relaciona o resultado contábil (contido no numerador) com o investimento proporcionado pelo sócio (contido no denominador). O resultado obtido é comparado com uma informação econômica (no caso o custo de oportunidade do acionista), o que proporciona um indicador de adequação questionável, segundo o autor citado.

3.2.Método do fluxo de caixa

"Caixa que entre e caixa que saia da entidade são os eventos mais importantes que podem ocorrer e sobre os quais as mensurações contábeis estão baseadas[8]" (Hendriksen,1992:266). Seu significado está ligado ao relacionamento entre capital e lucro porque representa poder de compra que pode ser rapidamente transferido numa economia de trocas para qualquer indivíduo ou organização, para suas necessidades específicas de aquisição de bens e serviços por eles desejados e disponíveis na economia.

3.2.1.Conceitos gerais

Na maior parte das vezes, é representado por transferências bancárias, já que moedas e dinheiro em espécie representam uma parcela pequena das operações. Nas organizações, nos casos de decisões de investimento, a metodologia utilizada para tomada de decisões leva em conta o fluxo de caixa descontado a valor presente, a partir de uma taxa de custo de oportunidade da organização. Se por um lado a metodologia do valor presente líquido pode parecer mais simples e sem viés, por outro lado, a necessidade de acompanhamento faz com que a viabilidade

[8] Tradução-livre feita pelo autor deste artigo.

dessa abordagem, fora do propósito de apoio ao **processo de decisão de investimentos**, seja pouco provável e limitada.

A abordagem defendida por Damodaran (1996) foca o fluxo de caixa gerado pela entidade, descontado pela taxa do custo de capital dessa mesma entidade. Para ele, o valor total da entidade, o valor corporativo é a soma do fluxo de caixa projetado para um horizonte definido descontado a valor presente e deduzido dos empréstimos líquidos dos investimentos eventualmente existentes e aplicados no mercado financeiro. O próprio endividamento é estruturado considerando o valor de mercado. O autor deste trabalho gostaria de incluir outro grupo: aquele que considera os benefícios não tratados nos demonstrativos devido à visão conservadora dos princípios contábeis. Damodaran simplesmente calculou o valor presente líquido do fluxo de caixa, o qual é o mais importante resultado da organização para qualquer tipo de investimento. Se ele é o mais confiável método de análise de investimento, por que não considerá-lo nos casos de análise de desempenho?

3.2.2.Críticas à metodologia

Stewart (1991) menciona alguns problemas:

1. Quanto maior for o investimento feito e quanto mais negativo for o fluxo de caixa líquido de curto prazo proporcionado pelas operações, maior será o valor da empresa. Somente quando ele for considerado ao longo da vida da entidade e não apenas de um singular ano esse caixa se transforma em algo significativo (1991, p.4). Para o autor deste trabalho esta afirmação não necessariamente deve ser aceita, em decorrência de particularidades requeridas para que seja verdadeira.
2. Para ele, o EVA® claramente está conectado às decisões operacionais e estratégicas de investimento **e** avaliação de desempenho (1991, p.177). Isto é chave para ser considerado no processo decisório; mais do que isso, para análise de desempenho, é crítico atingir metas e assegurar que o

gerenciamento do valor no longo prazo tem uma tendência adequada. Conclui que o Fluxo de Caixa Descontado não é eficiente nesse aspecto específico.

O valor da perpetuidade é uma porção crítica do valor para o modelo de Damodaran (e qualquer outro) e Rappaport reconhece que a projeção depende dele (1998, p.42) "*...after the value growth duration or the forecast period, the business will earn, on average, the cost of capital on new investments*". A fim de prover o valor da perpetuidade é necessário identificar o fluxo de caixa anterior a novos investimentos. Por trás dessa abordagem, existe uma idéia que, apesar dos investimentos em projetos para o período posterior ao período projetado, deve-se aumentar a futura entrada de caixa, mesmo quando o investimento está ganhando somente a taxa do custo do capital, o que irá fazer com que qualquer aumento na entrada de caixa irá ser compensada pela saída de caixa do investimento necessária para expandir a capacidade. Levando em conta a visão de Rappaport (1998), considerando o período de previsão (o horizonte de projeção) se a base (usualmente o último período do horizonte escolhido) para a perpetuidade do lucro residual se refere a uma operação estável faz sentido e o modelo pode ser usado. Por outro lado, se o fluxo de caixa após o período projetado não for regular, o valor computado não faz sentido, ainda que alguns valores no período projetado possam ser corretos.

3.3.Métodos de lucro residual

Por se tratar de assunto vastamente encontrado na literatura acadêmica internacional, é importante considerar que existam vários termos que podem significar elementos semelhantes. Respeitando os termos na língua de origem de Bromwich (1998:391-392) podem ser citados: *Residual income* (Solomons, Bromwich, Hicks), *Economic Value Added* (Stern Stewart), *Total Business Return* (Boston Consulting), LEK (LEK/Alcar Consulting Group), *Shareholder Value Added* (Rapapport), HOLT (Holt Value Associates) and *Cash-Flow Return on Investment,* dentre outros. As abordagens acima apresentam semelhanças no sentido de pretenderem apresentar a abordagem econômica e têm divergências em relação

ao tratamento dado, conforme já mencionado. Este trabalho não pretende discorrer sobre os vários tipos mas sim reconhecê-los como parte da família do *residual income,* denominado em português **lucro residual**.

Adam Smith definiu o resultado econômico como sendo o valor que pode ser consumido sem que o capital seja afetado. Hicks apresenta o mesmo conceito, dizendo que o lucro é o valor que uma pessoa pode consumir durante certo espaço de tempo e estar tão bem, no final desse tempo, quanto estava no início (Hendriksen, 1992: 281). Citando Fisher *apud* Hendriksen (1992: 279), parece bem claro que o capital é um estoque de riqueza num certo momento de tempo e o lucro é um fluxo, decorrência do uso do capital. O lucro é entendido como o fluxo de riqueza que excede aquilo que é necessário para manter o capital constante.

Partindo do conceito puro do resultado econômico e sua aplicabilidade, para fins deste trabalho, alguma simplificação se faz necessária. Dentro dessa abordagem (Hendriksen, 1992:334), o *value-added* corresponde ao valor de mercado que foi (seria ou será) comercializado (*output*) pela empresa a preços de mercado, menos o preço de todos os produtos e serviços adquiridos e transferidos por outras organizações. De maneira simplificada, os empregados, sócios, credores e governo são recebedores da empresa e **o que sobra para a entidade** é o *value-added.* Para tal cálculo, é fundamental que se apure o custo ponderado de capital da entidade que remunera os sócios e os credores externos. Stewart (1991), Rappaport (1998) e Copeland (1995) podem ser consultados sobre as questões instrumentais dessas abordagens, já que não se constitui em objetivo deste trabalho detalhar as particularidades do conceito mais do que o estudo necessita.

Ainda que os conceitos referentes ao resultado econômico sejam bem desenvolvidos, os economistas não têm oferecido muito apoio para a sua mensuração, permitindo aos contadores a definição de regras que permitam tal processo. Nesse sentido, citando o Study Group on the Objectives of Financial

Statements, o mesmo Hendriksen menciona que (1992: 311), “resultados... estão baseados em convenções e regras que deveriam ser lógicas e internamente consistentes, mesmo que elas não coincidam com as noções de resultado dos economistas[9]”. Ao final das contas, a mensuração contábil consiste em combinar enfoques que incluem **manutenção do capital**, **conceito de operações** e **resultado baseado em transações** (Op. cit, 1992:313), o que torna a comparação entre os enfoques não imediata e de relativa complexidade.

A mensuração, pelos princípios contábeis, leva em conta o fluxo de caixa passado, presente e futuro (Op. cit, 1992: 266). No caso das receitas, por exemplo, são reconhecidas levando em conta o potencial de recebimento futuro das vendas ou serviços e as despesas são mensuradas tanto em termos de caixa desembolsado como caixa a desembolsar por serviços ou produtos. As provisões (de receitas ou despesas) representam, no momento presente, futuros fluxos de recebimentos e pagamentos por produtos e serviços. Por sua vez, os diferimentos representam a alocação de fluxo de caixa de entrada e saída no presente e futuro, ocorridos no passado.

Em termos da abordagem do lucro residual, devem ser considerados:

3.3.1.Conceitos gerais

De maneira simplificada é aquilo que sobra **para a organização** depois que ela remunera os recursos consumidos no seu processo. Tal remuneração envolve o acionista, instituições financeiras, fornecedores, empregados, governo e prestadores de serviços. O cálculo do Lucro residual é desenvolvido a partir das seguintes figuras:

(RODIR/CI - CPCE) x CI

[9] Tradução-livre feita pelo autor deste trabalho.

Os elementos que compõem a fórmula podem ser detalhados da seguinte maneira:

Resultado operacional depois do imposto de renda (RODIR)

Ao resultado líquido contábil após o imposto de renda são agregados alguns elementos:

- Despesas de juros líquidos dos efeitos do imposto de renda (imposto esse que sofreu impacto provocado pela existência dos juros);
- Outros gastos

Por sua vez, a depreciação não é expurgada do resultado porque corresponde à figura da amortização econômica a ser reconhecida. Se fosse expurgada, estaria refletindo nível de margem inadequada no sentido de identificar os recursos consumidos e, consequentemente, na reposição dos investimentos feitos no imobilizado.

Capital Investido (CI)[10]

Corresponde aos recursos necessários para que a organização possa desenvolver suas atividades operacionais. Considera-se que o grau de eficiência a obter seja função do desempenho na gestão dos elementos contidos. Pode ser calculado tanto pelo critério de identificação dos investimentos requeridos pela operação (capital de giro operacional adicionado ao permanente líquido, deduzidos os passivos não-onerosos de longo prazo), como também pelos financiamentos necessários (empréstimos de curto e longo prazos, provisões e patrimônio líquido). Os gastos já incorridos, tais como pesquisa e desenvolvimento apropriados ao resultado e que ainda não geraram produtos a faturar deveriam

[10]Traduzido literalmente em função de se constituir, no idioma inglês, num termo consagrado.

voltar para o ativo, de maneira capitalizada (Stewart, 1991: 29). Por sua vez, a amortização do *goodwill* (Stewart, 1991:25), por exemplo, deve ser apurada e adicionada ao investimento[11]; e

Custo ponderado de capital da empresa (CPCE)

Composto pela ponderação dos recursos que financiam as operações da organização, considerando tanto os recursos próprios, como os recursos de terceiros. No que se refere aos recursos próprios, ou seja, aqueles que estão no Patrimônio Líquido, são considerados à luz do nível de risco existente, sendo que o retorno deve recompensar o investidor pelo risco incorrido.

3.3.2.Pontos fortes

Alguns pontos fortes do método podem ser percebidos:

Redução das distorções contábeis

Leva em conta que as distorções contábeis originadas por critérios devam ser minimizadas pelos ajustes feitos. Esses impactos também podem afetar, igualmente, as outras metodologias;

Separação dos diferentes elementos de impacto no resultado em: retorno, custo de capital e capital investido no negócio.

Esse benefício pode ser parcialmente encontrado na metodologia do Retorno sobre o Investimento. A remuneração ao financiamento utilizado faz parte do método Lucro residual, não encontrado em sua plenitude no método do Retorno sobre o Patrimônio Líquido;

[11]O comentário do autor citado refere-se exclusivamente à realidade de seu país, em que tais valores são tratados como gastos do período e não capitalizados; entretanto, é possível encontrar tanto esse tratamento como aquele que considera Pesquisa e Desenvolvimento como gasto capitalizado.

O referencial de retorno relacionado ao custo ponderado de capital é útil para estabelecer patamar mínimo aceito

Isso é possível, já que a organização passa a conhecer o patamar de retorno necessário para cobrir o custo de capital requerido pela organização como um todo ou por um projeto em particular; e

Referencial interno é suficiente

Para se saber se a organização está proporcionando retorno adequado, é possível fazê-lo apenas com o referencial interno, ou seja, as suas próprias condições de retorno podem ser consideradas, ainda que se recomende a identificação do *benchmarking* externo.

3.3.3.Limitações

Dentre várias, devem ser destacadas:

Subjetividade

Essa limitação está ligada aos critérios definidos para cada organização que, em decorrência de peculiaridades e entendimento, podem ser distintos no que se refere a ajustes, taxa de custo de oportunidade etc

Complexidade do instrumental

Ainda que o conceito do lucro residual seja relativamente simples, a sua implementação não o é, exigindo maturidade do grupo gerencial e sistema de informações cuidadosamente especificado.

3.3.4.Ajustes necessários para sair da contabilidade pelos princípios para obter o resultado econômico

As regras consideradas levam em conta os princípios, postulados e convenções que, genericamente, serão denominados de princípios contábeis, sendo apresentados por Hendriksen (1992: 145-150): entidade, continuidade,

periodicidade, conservadorismo (prudência), denominador comum monetário, realização, confronto de receitas e despesas a elas relacionadas, competência de exercício e *cost allocation* (1992: 311).

Quadro 2. Análise dos princípios e conseqüências em termos de ajustes

Descrição	Comentários	Ajustes requeridos
Entidade	É utilizado em ambas as modalidades	Nenhum
Continuidade	É utilizado em ambas as modalidades	Nenhum
Periodicidade	É utilizado em ambas as modalidades	Nenhum
Conservadorismo	É utilizado no resultado de acordo com os princípios contábeis	Provisões efetuadas em decorrência
Denominador comum monetário	É utilizado em ambas as modalidades	Nenhum
Realização	Embora diferentes parâmetros a considerar, utilizado em ambas as modalidades	Nenhum por uma questão de praticidade
Confronto de receitas com despesas a elas relacionadas	É utilizado em ambas as modalidades	Nenhum
Competência de exercício	É importante para ambas as modalidades	Nenhum

O Quadro 2 tem por objetivo identificar os princípios e, para complementar, apresentar aqueles que são válidos tanto para uma e outra abordagem (resultado econômico e resultado por princípios contábeis). Como decorrência, nos casos de diferenças entre ambos, ajustes são elaborados para permitir que se obtenha o resultado econômico. Aparentemente, o conservadorismo é o princípio que poderia proporcionar algum tipo de necessidade de ajuste, caso a organização queira migrar de uma sistemática para outra. Na verdade, o fato de que o resultado econômico necessita da identificação do retorno e do custo de capital desencadeia uma forte pressão para que tanto o denominador como o numerador do cálculo do retorno sejam ajustados, o que pode conflitar com a visão de **conservadorismo** da Contabilidade pelos princípios contábeis. Em sendo verdadeira esta afirmativa, como então especificar as necessidades de ajustes que ocorrem na montagem das demonstrações que são enquadradas no grupo resultado econômico quando se parte das informações preparadas de acordo com

os princípios contábeis? Foram identificados três tipos de ajustes para necessidades gerais, que podem ser detalhados:

3.3.4.1.Ajuste do tipo 1. Necessidade de identificação do resultado econômico e investimento em recursos que proporcionaram tal resultado.

Provavelmente, esse é o tipo que mais gera ajustes, muito embora, em alguns casos, seja muito difícil separar essa razão das outras identificadas. O resultado elaborado de acordo com os princípios contábeis não tem necessariamente que considerar todos os fatores a remunerar, já que, o capital próprio fica fora de sua consideração. Por sua vez, o resultado econômico o faz. Embora existam várias formas de se apurar o custo de capital, com igual resultado numérico, ele exige a figura do capital investido e do custo de capital para proporcionar o cálculo. Gerencialmente, de maneira evolutiva, pode-se saber se a entidade teve variação no seu resultado econômico, variação de eficiência no seu retorno, custo de capital ou ambos. O conservadorismo, nesse caso, influenciou uma parte significativa dos lançamentos que, do ponto de vista de consumo de recursos, não se revela tão adequado, já que o resultado econômico proporciona a apuração de uma informação líquida de todos os gastos incorridos. Inclusive a remuneração ao acionista é necessária ao cálculo do retorno proporcionado pelo capital investido na organização. Como conseqüência, sub ou superestimação de tais informações correspondem a distorção tão ou mais grave do que um reconhecimento não-prudente para as finalidades do resultado econômico. Dessa maneira, ajustes devem ser feitos tanto para obter o resultado adequadamente apurado quanto a base de investimento que permita apurar o retorno e compará-lo com o custo de capital. Como decorrência dessa comparação, o resultado econômico é calculado. Alguns desses ajustes podem ser feitos através de contrapartidas. Nesses casos, um aumento no resultado vai ter como

contrapartida o aumento do capital investido, por exemplo. Em outros casos, os ajustes não têm contrapartidas. No caso da retirada das despesas de juros do resultado do período, por exemplo, esse ajuste não tem como contrapartida uma variação no capital investido, supondo que o analista esteja partindo da Contabilidade pelos princípios para obter o resultado econômico.

Como exemplificações, sem pretender exaurir a lista dos possíveis ajustes, podemos encontrar:

- **Ajustes para obter o resultado operacional econômico e a base de investimentos para apuração do retorno - sem contrapartida**

  Exemplificação: expurgar as despesas de juros contidas no resultado contábil pelos princípios é condição básica, já que o resultado pelos princípios apura o resultado líquido após o custo financeiro de recursos de terceiros.

  Justificativa: identificar a base de investimento e o resultado adequados do ponto de vista dos recursos requeridos e consumidos. Tais informações são importantes para que a criação ou destruição de valores seja evidenciada. O caso do ajuste da despesa financeira tem por objetivo evitar que o custo de financiamento seja contado em duplicidade pela metodologia, já que o custo de capital será apurado e aplicado aos recursos demandados.

  Em que contas atuar: basicamente se refere às linhas de despesas de juros, líquidas ou não das receitas de juros.

  Critério: podem ser eliminadas as despesas de juros apenas; podem ser eliminados os juros líquidos de receitas obtidas ou ainda um critério intermediário. O critério depende do conceito de gestão que a entidade entenda como adequado. Caso considere as receitas de juros como

operacionais, devem ser mantidas. Por outro lado, caso considere que a receita de juros faça parte da política de gerenciamento da estrutura de capital, pode ser estornada total ou parcialmente.

- **Ajustes para obter o resultado operacional econômico e a base de investimentos para apuração do retorno - com contrapartida**

Caracterizam-se por serem ajustes de momento, já que devem ser apropriados em algum horizonte. A questão é que o momento pode tornar o resultado diferente num dado instante e, embora compensado por outro, o valor presente não será compensado. Tais ajustes podem ser subdivididos em:

Gastos com pesquisa e desenvolvimento

Exemplificação: os gastos com pesquisa e desenvolvimento quando não capitalizados afetam o resultado corrente da empresa e não se relacionam com os benefícios proporcionados por tais gastos. Essa visão se comporta como se os gastos não trouxessem benefícios futuros, o que se considera equivalente à postura de *successful efforts accounting*. Nessa visão, na Contabilidade pelos princípios contábeis, os ativos com probabilidade de não geração de resultados futuros, são reconhecidos no resultado e não capitalizados e apropriados no futuro. Se a organização lançar para o resultado tais gastos (e essa pode ser a interpretação geral da Comissão de Valores Mobiliários, dependendo do tipo de operação), a recomendação seria tirar esses gastos do resultado, capitalizá-los para o cálculo do capital investido necessário à empresa.

Justificativa: este ajuste proporciona à organização o cálculo do valor do capital investido adequado. O recurso aplicado em pesquisa e desenvolvimento é parte dos esforços que a organização necessita aplicar para a sua sobrevivência futura, independentemente do

resultado contábil apurado com esse investimento no momento presente. Caso a organização reconheça tais gastos no presente, vai provocar um resultado econômico menor no presente e um resultado artificialmente maior no futuro. Esse tipo de variação, desprezado pelos economistas, na verdade, se torna muito importante na continuidade dos negócios e mesmo na avaliação de desempenho dos gestores: nem sempre o mesmo gestor que decidiu um certo investimento será aquele que irá gerenciar o negócio dois ou quatro anos depois.

Critério: fazer um lançamento com contrapartida, estornando do resultado o valor de pesquisa e desenvolvimento e constituindo o ativo que será amortizado posteriormente**.**

Amortização do *Goodwill*

Exemplificação: o *goodwill* adquirido é o foco deste item, na circunstância em que a organização adquire outra por um valor superior ao valor de mercado de seus ativos contabilizáveis, líquidos de seus passivos. O seu tratamento pode se alterar de país para país mas, na maior parte dos casos, ele é amortizado parceladamente. Para os propósitos da apuração do resultado econômico, o *goodwill* não deveria ser apropriado de acordo com Stewart (1991) e Copeland (1995). Caso tenha sido parcial ou totalmente amortizado, deveria ser revertido. Nos países em que proporcione impacto fiscal, seu valor deve ser líquido.

Justificativa: para as finalidades do resultado econômico, o *goodwill* não se constitui em algo a ser apropriado, já que sua redução subdimensiona o capital investido. Freqüentemente, critérios de apropriação são por demais arbitrários, podendo gerar distorções. O argumento contrário, com o qual o autor deste artigo concorda, considera que qualquer ativo tem uma vida útil a ser considerada no seu tratamento e que a não apropriação do valor superestima o valor dos ativos da organização. O autor deste trabalho considera que esse é

o tipo de situação que deveria ser analisado caso a caso, tanto no que se refere ao ajuste como na amortização.

Critério: os autores (Stewart e Copeland) recomendam fazer um lançamento com contrapartida, estornando do resultado o valor da amortização do *goodwill* (bem como de períodos anteriores) e constituindo o valor de balanço que irá fazer parte do capital investido**.**

Leasing

Exemplificação: Na verdade o *leasing*, economicamente falando-se, se constitui em forma de captação de um empréstimo, mas, para efeitos contábeis, em alguns casos, seu valor não consta do balanço. Nessas circunstâncias, uma empresa que tenha seu imobilizado constituído basicamente por *leasing*, terá um capital investido menor do que outra que comprou todos os ativos. Este trabalho não pretende aprofundar a discussão sobre os diferentes tratamentos do *leasing* operacional e *leasing* financeiro.

Justificativa: tornar homogênea a análise.

Critério: fazer um lançamento com contrapartida, estornando do resultado o valor da amortização do *leasing* (bem como de períodos anteriores) e constituindo o valor de balanço que irá fazer parte do capital investido**,** sendo que a apropriação futura deverá ser feita.

Ajustes pelo imposto de renda diferido

Exemplificação: analogamente ao ajuste feito em pesquisa e desenvolvimento, o ajuste do Imposto Diferido tem por objetivo corrigir a base dos investimentos e o resultado operacional, já que essa linha, de maneira geral, ajusta o efeito *timing* do imposto de renda.

Justificativa: o ajuste proposto traz o imposto de renda mais próximo a uma perspectiva de fluxo de caixa, eliminando/reduzindo distorções dessa perspectiva.

Critério: fazer um lançamento com contrapartida, estornando do resultado o valor da apropriação do imposto de renda diferido e constituindo o valor de balanço que irá constituir o capital investido**.**

Metodologia de Depreciação e efeito sobre a percepção de retorno

Exemplificação: a apropriação da depreciação, normalmente, é feita pelo método da linha reta. Numa situação em que o fluxo de caixa proporcionado pelo ativo for estável, o retorno sobre o investimento deve se mostrar crescente (e será muito maior se o fluxo de caixa for crescente). Young argumenta (1999:13) que esse efeito é decorrência apenas da simplificação da apropriação da depreciação e não por causa de um evento econômico. Dessa maneira, uma abordagem possível seria o reconhecimento dessa apropriação de maneira diferente, relacionada ao retorno proporcionado. Este trabalho não pretende discutir a dificuldade prática dessa medida.

Justificativa: reconhecimento da depreciação que reflita uma aproximação econômica do consumo do ativo.

Critério: identificar valor que reflita o impacto da apropriação econômica da depreciação em decorrência do horizonte de vida útil e curva de desgaste (consumo/obsolescência do ativo).

3.3.4.2.Ajuste do tipo 2. Necessidade de expurgar valores que não implicam, necessariamente, em impacto econômico/caixa

A rigor, esse ajuste não deveria ocorrer. O conservadorismo poderia trazer um certo impacto em termos de grau a ser observado:

Provisões para garantia, devedores duvidosos e desvalorização de estoques

Exemplificação: trata-se de reconhecimento do princípio da competência de exercício. O autor deste trabalho diverge dos autores já citados (Stewart

e Young, por exemplo) que simplesmente propõem que tais valores sejam revertidos do resultado.

Justificativa: O argumento dos autores que propõem a reversão do reconhecimento da provisão, é que tais provisões afastam o resultado da efetiva geração de caixa. Na opinião do autor deste trabalho, a análise deveria ser mais cuidadosa no sentido de avaliar o quanto a provisão constituída reflete as condições normalmente verificadas na empresa. Ignorar simplesmente as perdas prováveis não parece ser uma atitude sadia e recomendável para as organizações simplesmente por não ser possível ser preciso quanto à ocorrência.

Critério: na opinião do autor deste artigo, QUANDO SUPERDIMENSIONADAS em relação ao risco percebido, fazer um lançamento com contrapartida, estornando do resultado o valor da apropriação das provisões para garantia e devedores duvidosos, tendo como contrapartida uma conta de balanço, que irá afetar o capital investido**.** Da mesma forma, as provisões para desvalorização de estoques podem ter tratamento análogo ao aqui descrito.

Ajustes de critérios de movimentação de estoques (LIFO/FIFO)

Exemplificação: situações de mudança de critérios de movimentação de estoques (como FIFO/médio, por exemplo), em que critérios de apropriação sejam alterados, não trazendo nenhuma influência sobre o fluxo de caixa da organização, tal efeito deveria ser eliminado do resultado.

Justificativa: não representam efetivamente impacto de caixa mas apenas critério para movimentação de estoques.

Critério: fazer um lançamento com contrapartida, estornando do resultado o valor da apropriação da mudança de critério e constituindo o valor de balanço que irá fazer parte do capital investido**.**

3.3.4.3.Ajuste do tipo 3. Necessidade de ajustes para expurgar ganhos e perdas não-recorrentes

Significa que, uma vez identificados são expurgados do resultado.

Exemplificação: embora defendido por Young (1999:9), na opinião do autor deste trabalho, tais ajustes devem ser feitos quando o objetivo da análise é a projeção futura. No caso de apuração do resultado real, a recomendação é que os valores referentes a eventos não-recorrentes sejam isolados mas não expurgados do resultado.

Justificativa: apresentar a percepção do que proporciona o resultado da empresa em condições normais do seu dia-a-dia.

Em que contas fazer: identificar receitas/custos/despesas/ganhos/perdas não-recorrentes da organização. No caso de se tratar de uma avaliação ou projeção de resultados do evento o ajuste deve ser mostrado separadamente.

Critério: uma vez identificados tais elementos, segregar tais valores na projeção.

3.3.4.4.Visão pragmática da aceitação dos possíveis ajustes

Ajustes feitos no resultado contábil para aproximá-lo do resultado econômico têm sido discutidos de maneira relativamente intensa na literatura e Young (1999: 8) cita que cerca de 150 possíveis ajustes foram identificados por especialistas nesse tipo de informação. Young (1999:9) argumenta que as distorções na Contabilidade pelos princípios contábeis deveriam ser corrigidas na extensão da sua praticidade, o que significaria que seriam feitos somente se:

1. Os valores fossem significativos;
2. Os gestores pudessem influenciar o resultado do elemento desse item a ser ajustado;
3. A informação exigida pudesse e fosse prontamente disponível ; e
4. Os profissionais não-financeiros pudessem entendê-las.

A proposta de Young (1999:18) para futuros estudos sobre o tratamento dos ajustes leva em conta que os critérios deveriam considerar que:

1. As distorções ou ambigüidades causadas pelos princípios contábeis podem fazer com que os gestores sejam envolvidos em comportamentos disfuncionais, o que não é desejável para a organização;
2. Os ajustes devem reduzir a propensão a esse comportamento;
3. Os benefícios desse melhoramento de incentivos gerenciais têm mais do que simplesmente compensar os custos de alterações em relação aos princípios; e
4. Os ajustes têm que ser mais eficientes no sentido de atingir os resultados desejados do que mecanismos alternativos ou controles.

Partindo da Contabilidade pelos princípios, ajustes que são feitos quando os resultados se aproximam do resultado econômico podem ter vários objetivos em termos de retificação. Stewart (1991), Copeland (1995), Rappaport (1998) e Young (1999), dentre outros, tratam esse tema, embora com distintos graus de preocupação de se posicionar quanto ao que e como ajustar o resultado pelos princípios contábeis para chegar ao resultado econômico. Um dos aspectos que pode gerar dificuldade e não entendimento é que, em alguns casos, são feitas as contrapartidas enquanto que, em outros casos, não existem partidas dobradas. Embora largamente discutido, a sua aplicação deve ser customizada e revisada periodicamente tendo em vista adequação e custo-benefício da aplicação. Em outras palavras, dadas as regras gerais, a aplicabilidade pode ou não se verificar em uma dada organização, não só pela caracterização, mas também pelo julgamento e bom senso do gestor (...). Isso só é possível de

ser percebido no âmbito da Contabilidade Gerencial, interna à organização, que se caracteriza em proposta do autor deste trabalho.

3.3.4.5.Identificação de impactos nos resultados em decorrência dos ajustes

A igualdade entre esses diferentes conceitos (o resultado econômico, o fluxo de caixa e o resultado pelos princípios contábeis), no longo prazo a valor presente, é de fundamental importância para que o gerenciamento da entidade possa ser desenvolvido. Se isso é verdade, *caso existam, quais seriam os principais motivos para que as necessidades de ajustes entre os três conceitos para que possam ser utilizados*?

Conforme já mencionado, a demonstração da igualdade no longo prazo em termos de **fluxo de caixa e resultado econômico da entidade** pode ser apresentada conforme demonstração de Peasnell[12] (1982:378). Para tanto, o resultado econômico é apurado pelo cálculo do resultado operacional menos o custo do financiamento das operações[13]. Outras formas de apuração do resultado econômico por meio de percentuais são possíveis e levam a igual resultado. Uma exemplificação de confronto entre fluxo de caixa e resultado econômico bastante simplificada é apresentada na Tabela 1, sendo considerado que:

- O fluxo é líquido tanto para o caixa (entradas menos saídas) como para o resultado econômico (receitas menos gastos), correspondendo a $ 2.000/período.
- O horizonte de tempo é finito, ou seja, de 5 períodos.

[12] Para os efeitos deste trabalho, o modelo original foi adaptado, sendo excluídos os cálculos referentes aos valores de reposição, que fazem parte do trabalho original.
[13] O tema pode ser melhor detalhado a partir da leitura de autores, tais como Stewart (1991), Rappaport (1998) e Copeland (1995).

- Exista um só ativo de longo prazo e que a sua vida útil coincida com a amortização. Será amortizado no mesmo período em que o fluxo de caixa é reconhecido. Dessa maneira, $ 5.000 / 5 = 1.000.
- O conceito de provisão não é considerado no modelo inicial.
- O custo ponderado de capital da entidade (10% ap), é definido e utilizado tanto no cálculo do fluxo de caixa descontado como no valor econômico.
- Por uma questão de simplificação, em ambos os casos, o imposto de renda não foi considerado.

O cálculo do lucro residual pode ser desenvolvido a partir das diversas fórmulas. Duas alternativas são aqui descritas, proporcionando igual resultado:

1.VR = (R % - C %) x I$

onde:

VR é o lucro residual em %
R é o retorno operacional em %
C é o custo ponderado de capital para o período
I$ é o capital investido na operação, em valor monetário

Ou

2.VR = R$ - C$

onde:

VR é o lucro residual
R é o retorno operacional, em valor monetário
C é o custo ponderado de capital para o período, em valor monetário

A abordagem demonstrada na Tabela 1 leva em conta a segunda alternativa descrita acima.

Tabela 1.Igualdade entre caixa e resultado econômico sem distorções tipo 1, 2 e 3

	Período						
Em $	0	1	2	3	4	5	Total
Fluxo de caixa	(5.000)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
Valor presente líquido do fluxo de caixa	(5.000)	1.818	1.653	1.503	1.366	1.242	**2.582**
1.Valor presente líquido acumulado	(5.000)	(3.182)	(1.529)	(26)	1.340	2.582	
Saldo do valor do investimento	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000	-	
Apuração do resultado econômico							
=Resultado antes da depreciação		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	10.000
-Depreciação/Amortização		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	5.000
=Resultado após a depreciação		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	5.000
-Custo de oportunidade do invest.		500	400	300	200	100	1.500
=Resultado ajustado		500	600	700	800	900	
Valor presente do Resultado ajustado		455	496	526	546	559	**2.582**
2.Valor presente do resultado econômico acumulado		455	950	1.476	2.023	2.582	
=Variação 2-1	5.000	3.636	2.479	1.503	683	-	

Ao final do período 5, somando todos os valores do valor presente líquido do fluxo de caixa, o total de $ 2.582 é obtido, coincidindo com o valor presente do resultado econômico futuro. Entretanto, é importante perceber que as linhas de resultado por período analisado apresentam valores distintos (variação 2-1).

Uma vez demonstrada a igualdade entre o fluxo de caixa e o lucro econômico no longo prazo, a etapa seguinte se refere às simulações com as distorções que deveriam ser eliminadas pelos ajustes já discutidos. A análise desenvolvida parte da abordagem sem distorções (apresentada na Tabela 1) e se propõe a incluir os elementos de distorção para mostrar seu impacto sobre o resultado. Nesse sentido, a Tabela 2 apresenta uma situação em que se exemplifica ajuste do **tipo 1** (Tópico 3.3.4.1), no caso decorrente da necessidade de retificar as apropriações referentes a pesquisa e desenvolvimento, por exemplo. Isso seria mostrado a

partir da percepção de um ativo que estaria sendo apropriado antecipadamente ao que se esperaria em termos de benefícios por eles proporcionados.

Tabela 2.Impacto do ajuste do tipo 1 no resultado econômico

	Período						
Em $	0	1	2	3	4	5	Total
Apuração do fluxo de caixa	(5.000)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
Valor presente líquido do fluxo de caixa	(5.000)	1.818	1.653	1.503	1.366	1.242	**2.582**
1.Valor presente líquido acumulado	(5.000)	(3.182)	(1.529)	(26)	1.340	2.582	
Saldo do valor do investimento	5.000	2.500	-	-	-	-	
Apuração do resultado econômico							
=Resultado antes da depreciação		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	10.000
-Depreciação/Amortização		2.500	2.500				5.000
=Resultado após a depreciação		(500)	(500)	2.000	2.000	2.000	5.000
-Custo de oportunidade do invest.		500	250	-	-	-	750
=Resultado ajustado		(1.000)	(750)	2.000	2.000	2.000	
Valor presente do Resultado ajustado		(909)	(620)	1.503	1.366	1.242	**2.582**
2.Valor presente do resultado econômico acumulado		(909)	(1.529)	(26)	1.340	2.582	
3.Valor presente do Resultado ajustado-sem distorção tipo 1 acum.		455	950	1.476	2.023	2.582	
=Variação 2-1	5.000	2.273	-	0	-	-	
=Variação 2-3		(1.364)	(2.479)	(1.503)	(683)	-	

Através da Tabela 2 pode-se perceber que, no longo prazo, no total:

- O fluxo de caixa e o resultado econômico sem distorção do tipo 1 são iguais ($ 2.582).
- As apurações do resultado econômico, com e sem distorção do tipo 1, se mantém iguais ($ 2.582).

Entretanto, por período, o resultado econômico com e sem distorção do **tipo 1** são muito diferentes (no primeiro ano, por exemplo, oscilam de $ - 909 a $ 455) e terão conseqüências sobre a interpretação e entendimento do desempenho da entidade, em relação aos quais os gestores e acionistas tomam decisões. Significa dizer que, nos períodos iniciais, a entidade estaria sendo vista de maneira menos

favorável do que deveria em função da distorção produzida e, ao final do período de análise, o inverso seria mostrado pelos relatórios. Como se percebe, não basta se conformar com a igualdade no longo prazo, já que as decisões envolvem níveis de risco que podem oscilar de maneira intensa, alterando-as não somente como também a sua continuidade. Dessa forma, considerar tais gastos no resultado do período simplesmente por conservadorismo pode trazer conseqüências muito mais amplas do que se pode perceber à primeira vista. Outro exemplo do ajuste com objetivo de evitar a distorção do tipo 1, com resultados diferentes do exemplo da Tabela 2 é apresentado, numa situação em que a depreciação é apropriada num horizonte de vida útil superior àquela que realmente proporcione benefícios para a organização. Tal demonstração é apresentada através da Tabela 3, sendo que os resultados apurados são análogos aos do **tipo 1**, no longo prazo, no total:

Tabela 3.Impacto do ajuste tipo 1 no resultado econômico

	Período						
Em $	0	1	2	3	4	5	Total
Fluxo de caixa	(5.000)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
Valor presente líquido do fluxo de caixa	(5.000)	1.818	1.653	1.503	1.366	1.242	**2.582**
1.Valor presente líquido acumulado	(5.000)	(3.182)	(1.529)	(26)	1.340	2.582	
Saldo do valor do investimento	5.000	4.500	4.000	3.500	3.000	2.500	
Apuração do resultado econômico							
=Resultado antes da depreciação		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	10.000
-Depreciação/Amortização		500	500	500	500	500	2.500
=Resultado após a depreciação		1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	7.500
-Custo de oportunidade do invest.		500	450	400	350	300	2.000
=Resultado ajustado		1.000	1.050	1.100	1.150	1.200	
Valor presente do Resultado ajustado		909	868	826	785	745	4.134
Saldo do ativo - valor corrente							2500,
Saldo do ativo - valor presente						1.552	1.552
Valor presente do Resultado ajustado		909	868	826	785	(807)	**2.582**
2.Valor presente do resultado econômico acumulado		909	1.777	2.603	3.389	2.582	
3.Valor presente do Resultado ajustado-sem distorção tipo 1 acum.		455	950	1.476	2.023	2.582	
=Variação 2-1	5.000	4.091	3.306	2.630	2.049	-	
=Variação 2-3		455	826	1.127	1.366	-	

- O fluxo de caixa e resultado econômico sem distorção do tipo 1 são iguais ($ 2.582)
- As apurações do resultado econômico, com e sem distorção do tipo 1 se mantém iguais ($ 2.582).

Por sua vez, diferentemente da ilustração anterior, a dedução do lucro residual do ativo passa a ser identificada ($ 1.552 é o valor presente do resíduo). O que se percebe é que uma vez que o ativo não mais tenha vida útil a oferecer não deveria existir como conceito de ativo, sendo demonstrada a sua dedução a valor presente. Na entidade, o que se infere é que o resultado econômico no primeiro período ($909 quando o mais adequado seria $ 455, por exemplo) é interpretado como muito mais favorável do que realmente deveria ser apresentado, podendo provocar reações e decisões indevidas. Embora pareça simples o entendimento desse efeito, não se percebe grandes preocupações das organizações nessa compatibilização entre real benefício e apropriação, independentemente do impacto ser favorável ou não em termos do curto prazo vivido.

A próxima análise, considerada na Tabela 4, leva em conta a simulação da distorção do **tipo 2,** exemplificada pelo critério de constituição de provisão para devedores duvidosos, contingências ou mesmo desvalorização de estoques. Nessa situação, uma discussão importante é aquela sobre a probabilidade de perda a ser incorrida, o que proporciona uma grande força ao princípio contábil que a suporta. Nessas condições, pode-se trabalhar com duas hipóteses: a primeira, que antecipa algo que realmente ocorra, proporcionando conclusões análogas às aquelas demonstradas na Tabela 2 e a segunda em que a provisão revela um pessimismo exagerado, não constatado na realidade apurada posteriormente, e não provocando impacto sobre o fluxo de caixa da organização em algum momento. A Tabela 4 foi construída a partir da última abordagem:

Tabela 4.Impacto do ajuste do tipo 2 no resultado econômico

Em $	Período 0	1	2	3	4	5	Total
Fluxo de caixa	(5.000)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
Valor presente líquido do fluxo de caixa	(5.000)	1.818	1.653	1.503	1.366	1.242	**2.582**
1.Valor presente líquido acumulado	(5.000)	(3.182)	(1.529)	(26)	1.340	2.582	
Saldo do valor do investimento	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000	-	
Apuração do resultado econômico							
=Resultado antes da depreciação		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	10.000
-Provisão para devedores duvidosos/desvalorização de estoques		20	20	20	20	20	100
-Depreciação/Amortização		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	5.000
=Resultado após a depreciação		980	980	980	980	980	4.900
-Custo de oportunidade do invest.		500	400	300	200	100	1.500
=Resultado ajustado		480	580	680	780	880	
Valor presente do Resultado ajustado		436	479	511	533	546	**2.506**
2.Valor presente do resultado econômico acumulado		436	916	1.427	1.959	2.506	
3.Valor presente do Resultado ajustado-sem distorção tipo 1 acum.		455	950	1.476	2.023	2.582	
=Variação 2-1	5.000	3.618	2.445	1.453	620	(76)	
=Variação 2-3		(18)	(35)	(50)	(63)	(76)	

Neste caso tanto o valor presente total como por período apresentam diferenças. Evidentemente, que, caso houvesse reversão da provisão, a igualdade voltaria a ser verificada; entretanto, tal reversão se constitui em fato novo na análise e pode não ocorrer dentro do horizonte de tempo que se pretenda. Por exemplo, situação de uma entidade com uma ação em litígio e que deve ser encerrada antes da finalização da ação. Tal entidade não irá reverter valores. Os valores do resultado se apresentam inferiores à projeção sem distorção do tipo 2 ou mesmo o fluxo de caixa.

A distorção do **tipo 3** não será exemplificada pois se comporta da mesma forma que o tipo 1, como apresentado na Tabela 1, embora construída com valores diferentes.

Muito embora as demonstrações numéricas sejam extremamente simplificadas, elaboradas em ambiente de não-continuidade e voltadas para alguns exemplos relativamente específicos, alguns aspectos podem ser percebidos como passíveis de generalização:

1. Os ajustes desenvolvidos quando se migra da Contabilidade pelos princípios contábeis para o resultado econômico não decorrem tanto da existência dos princípios contábeis, mas sim da necessidade de se analisar o resultado de maneira diferente, a partir do retorno obtido *versus* o custo de capital, ambos da entidade. Nessa visão, a diferente prioridade na montagem da informação faz com que vários ajustes sejam requeridos e contribuam para que a análise se volte para a Gestão do Valor da empresa;
2. Uma vez que cada organização pode ter características distintas, uma dada postura de ajustes pode ser adequada para uma entidade e não ser para outra, em decorrência das peculiaridades, porte e perfil de eventos que possam requerer ajustes do resultado contábil pelos princípios contábeis para o resultado econômico. Essa percepção corrobora Young (1999: 15). Como conseqüência, a utilização da ferramenta tem maior potencial de adequada utilização no âmbito da Contabilidade Gerencial, ou seja, interna da entidade;
3. Os ajustes devem ser entendidos pelos executivos não-financeiros da organização e proporcionar informações que possam (Young, 1999: 19) afetar de maneira adequada o seu comportamento. Faz sentido, à medida que sua avaliação de desempenho esteja diretamente ligada à sinalização dada pela ferramenta. A Contabilidade, nesse sentido, deve ter o compromisso de proporcionar a informação não-viesada;
4. A existência ou não do ajuste pode (em alguns tipos de ajustes isso pode ocorrer) não provocar resultado diferente do fluxo de caixa total proporcionado a longo prazo; contudo, a informação obtida **por período** não estará refletindo a mais adequada ocorrência (conforme apresentado nas Tabelas 1-4), o que

pode ser ainda mais danoso do que se os resultados totais a valor presente fossem diferentes, principalmente levando-se em conta que pessoas diferentes podem ser responsáveis pela gestão da entidade, nos diferentes momentos.

Finalizando, a retomada dos estudos e aplicações sobre o resultado econômico, iniciados de longa data, merecem muita atenção e apoio técnico para que possam ter a utilidade requerida pelas entidades. Nesse sentido, tanto gestores como analistas têm um caminho cheio de oportunidades e questionamentos pela frente.

3.4.*Market Value Added* (MVA®)

Analisando o tema valor da empresa, seria ele próprio (apenas ele, o valor da empresa) o melhor instrumento para a análise e Gestão do Valor? Do ponto de vista do acionista minoritário, relativamente mais voltado para o curto prazo, talvez sim e dele decorrem as movimentações da carteira. Sendo o acionista controlador o foco desta análise, provavelmente, a visão relativamente mais enfatizada para o longo prazo deveria ser predominante. Para ele, o valor propriamente dito como indicador pode não proporcionar a melhor forma de acompanhar a **eficiência da gestão de valor da entidade** na utilização de recursos em função da grande importância da tendência de longo prazo. Uma proposta de instrumento que permita ampliar a capacidade de gestão, relacionando-a com o valor da entidade, é o *Market Value Added* (MVA®). Corresponde à diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido (Stewart, 1991: 741) ou, "*a medida de valor que a empresa criou excedendo os recursos já comprometidos no negócio*".

3.4.1.Conceitos gerais

A fórmula de cálculo do MVA® é a seguinte: Valor de mercado - Capital Investido onde Capital investido corresponde a Ativos operacionais – Passivos operacionais. Pode-se definir o valor de mercado como sendo aquele a partir do qual a empresa poderia ser comercializada em dado momento. Pode ser calculado da seguinte maneira:

Qtde de ações x preço das ações em certa data[14]

Para efeitos da análise deste trabalho, o valor obtido não significa que um dado investidor poderia comprar o controle acionário desta empresa mas sim quanto ela valeria no mercado se todas as ações fossem vendidas numa certa data.

Nos ativos operacionais, normalmente, são incluídos todos os elementos do ativo. Um aspecto de discussão em que não existe unanimidade de critério diz respeito ao recurso aplicado no mercado financeiro, que pode ser ou não considerado como operacional, dependendo do conceito de gestão da entidade. Por sua vez, nos passivos são incluídos todos os itens, exceto os passivos onerosos[15], relacionados com os recursos obtidos para financiamento das operações. Dessa maneira, temos um indicador híbrido, pois o valor de mercado corresponde à informação que recebe forte impacto de fatores externos à empresa, tratando aqui de maneira simplificada como mercado. Desse valor, é deduzido o Capital Investido, que corresponde aos elementos da empresa apurados por meio da Contabilidade. Numa situação de não-continuidade de uma entidade, sendo igual o Valor de Mercado ao Capital Investido, uma vez liquidado o patrimônio da entidade, o acionista controlador receberia exclusivamente o valor dos ativos líquidos (ativos menos os passivos operacionais). Imaginando-se que os valores contábeis sejam iguais aos valores de mercado, o valor recebido pelos sócios proporcionaria provavelmente apenas o ressarcimento do investimento feito anteriormente sem repor o custo de oportunidade ou algum benefício econômico que permita o retorno do seu investimento. Numa situação em que o acionista controlador fique com uma ação durante um longo espaço de tempo, o gerenciamento de longo prazo, paulatinamente monitorado, se constitui em fator importante para a percepção de desempenho do investimento.

[14] A montagem leva em conta as ações ordinárias e preferenciais e suas respectivas quantidades x preços.
[15] Passivos financeiros, já que, no Brasil, a inclusão de juros nos preços dos produtos faz com que o conceito original seja alterado.

3.4.2.Pontos fortes

Nessas condições, seria o MVA® , do ponto de vista de acompanhamento dos negócios para o acionista controlador um indicador útil? Alguns argumentos podem ser oferecidos para apoiar a resposta afirmativa:

1. Já que o preço da ação isoladamente não proporciona condições de se avaliar o nível de eficiência que a organização possui, no desenvolvimento de suas atividades, ao relacionar o valor de mercado com o valor do investimento existente na empresa, **o sócio passa a exigir melhor desempenho** em termos dos recursos à disposição da empresa, identificados por meio da figura do Capital Investido;
2. **O executivo passa a se preocupar não apenas em ser eficiente, mas também, em ser percebido como eficiente**, perseguindo comunicação adequada de suas ações ao mercado, o que permite uma maior transparência e adequada valorização da entidade. Dessa maneira, o fator comunicação ganha uma dimensão de grande importância na gestão da entidade; e
3. Nos casos em que não for possível proporcionar o valor da empresa mais favorável, redução dos investimentos para liberar recursos para o sócio, aplicada em outras alternativas se constitui em abordagem adequada, mais transparentemente comunicada aos agentes.

3.4.3.Limitações

Por sua vez, algumas das limitações mais evidentes e que trazem dificuldades na utilização do MVA® são as seguintes:

1. Complexidade no **entendimento e da aplicação** do conceito, em relação aos quais, no momento, não se tem consolidação clara e definitiva;

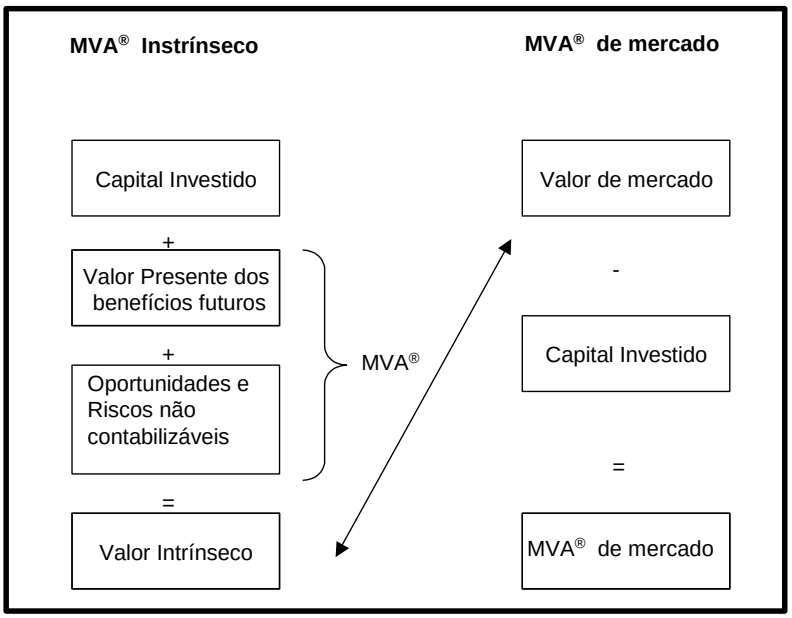
2. Complexidade ao **monitorar**, haja vista a demanda por informações internas e externas à organização, não necessariamente disponíveis da forma como são requeridas;
3. Possível **não ligação do seu resultado** (sinal positivo ou negativo do MVA®) **com o resultado econômico no curto prazo**. Isso pode ser percebido a partir do momento em que é possível identificar empresas com prejuízo e MVA® positivo. O inverso também é possível e, em ambos os casos, tais fenômenos só se explicam pela percepção de longo prazo dos agentes do mercado. Isto se verifica porque o MVA® **não é um indicador de criação de valor, mas sim um indicador de eficiência da gestão de valor**.

3.4.4.O MVA® como instrumental de análise e Gestão do Valor da empresa

A utilização do MVA®, na Gestão do Valor, leva em conta algumas considerações na sua estruturação. Stewart (1991) ao tratá-lo propõe uma visão externa para o indicador, ou seja, utilizando-se de demonstrativos contábeis e informações de bolsa de valores (sobre o valor da empresa). Contudo, neste trabalho, a visão proposta é aquela que pode ser desenvolvida a partir de informações gerenciais disponíveis para o agente interno à empresa e não existindo limitações referentes à legislação societária, embora sendo respeitadas todas as questões legais referentes a tributação e distribuição de lucros. Dessa maneira, foram separadas duas formas de se abordar o MVA® da empresa, as quais se complementam:

1. **MVA® de mercado**, que é aquele tratado por Stewart e que poderia ser apurado por qualquer agente, interno ou externo à organização.
2. **MVA® intrínseco,** que é aquele que poderia ser obtido por qualquer agente que pudesse projetar de maneira consistente os resultados econômicos futuros. Nesse caso, em condições normais, os agentes internos, por deterem informações sobre os planos de negócios das empresas, teriam mais facilidades para a sua apuração.

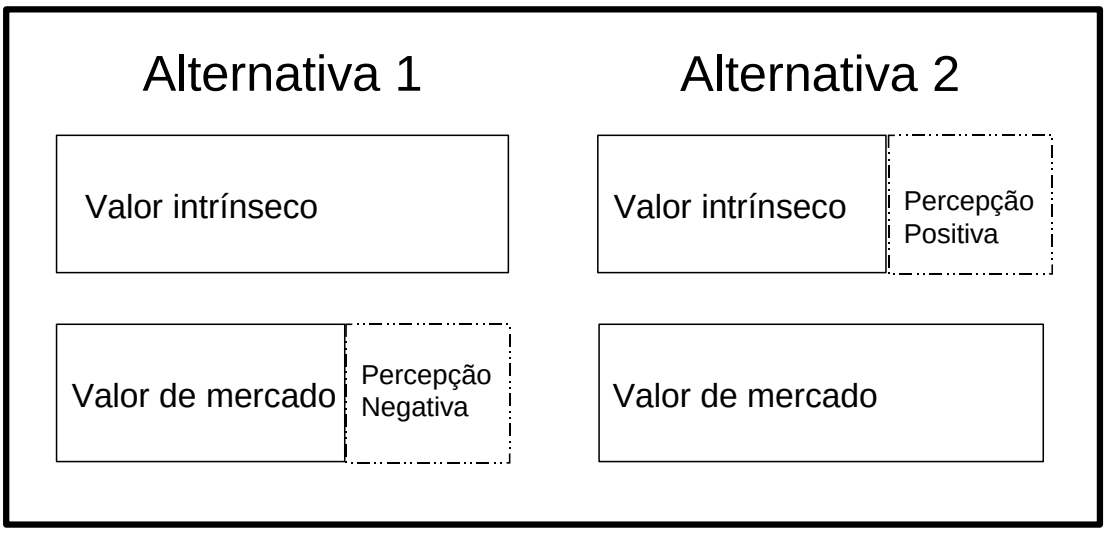
Figura 4. Racional de apuração do MVA®



Poderia ser denominado de **MVA® intrínseco** (Figura 4) aquele apurado a partir de informações internas da organização, projetadas para horizonte futuro, tenha ou não a empresa ações negociadas no mercado. Esta abordagem não é inédita e corrobora com Rappaport (1998:119-133) em muitos aspectos. Sua utilidade está ligada ao fato de que pode ser considerada no seu processo de planejamento; alternativamente e, na verdade, complementarmente, encontra-se com o **MVA® de mercado**, ou seja, aquele que é obtido a partir da demonstração da Figuras 3 e indicado na Figura 4 e tratado no item 3.4.1 deste trabalho. A percepção de ambos permite à organização interessante formatação de relacionamento gerencial, já que permite planejar e acompanhar o referido indicador financeiro de longo prazo, identificando focos de variações. É por esse motivo que o tema MVA® costumeiramente vem ligado ao EVA® ou fluxo de caixa, já que a sua ausência inviabilizaria a projeção do **MVA® intrínseco,** ainda que não eliminaria a possibilidade de cálculo do **MVA® de mercado[16].**

[16] Neste trabalho, sempre que for mencionado apenas MVA® , deve ser entendido como sendo o conceito do MVA® de mercado.

Figura 5. Valor intrínseco x valor de mercado



A comparação entre o Valor intrínseco e o Valor de mercado (Figura 5) só é possível nas situações de empresa com ações negociadas em bolsa de valores ou em situações em que transações de compra e venda da empresa no mercado sejam iminentes. As duas alternativas consideradas são:

1. **Alternativa 1** em que o valor intrínseco é superior ao valor de mercado, o que indica uma percepção negativa. Em outras palavras, os agentes não validam as ações planejadas pelos gestores, o que proporciona um valor inferior ao que o racional poderia proporcionar. Na prática o tema ainda é mais complexo a partir do momento que as próprias expectativas dos agentes dificilmente são iguais. Significa dizer que o valor intrínseco pode (e deve) ser diferente para diferentes agentes. O processo de comunicação da entidade com os agentes externos deve ser aperfeiçoado para que uma percepção mais adequada possa ser viável; e

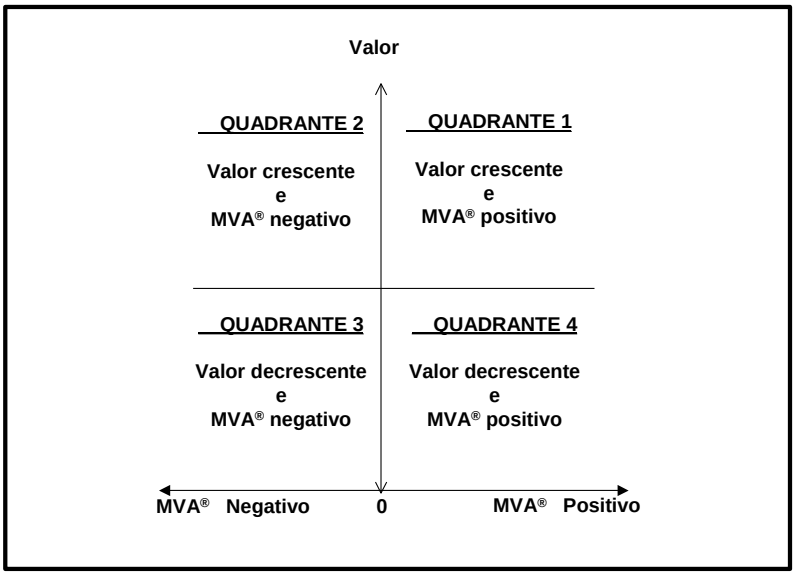
2. **Alternativa 2**, em que o valor intrínseco é inferior ao valor de mercado da entidade. Embora gratificante e importante, a curto prazo, pode ser

também preocupante pois, a longo prazo, pode gerar algum impacto na desvalorização do ativo caso seja percebida a ausência de fundamentos econômicos para benefícios futuros. Levando-se em conta que a proposta de modelo pressupõe que o valor intrínseco seja fruto de projeções feitas pelos gestores (ou agentes que possam dispor de informações qualitativamente razoáveis sobre a organização), o plano de negócios dessa mesma organização poderia ser considerado.

Dizer que o relacionamento entre o MVA® e o valor da empresa é relevante não define qual tendência deveria ser a mais adequada e possível para cada entidade, ponto de vista e circunstância e reais possibilidades do seu momento de vida. *A priori*, o MVA® positivo deveria ser a grande pretensão do controlador. As análises propostas só fazem sentido quando são feitas de maneira a envolver intervalo de tempo entre as medições. Como proposta de forma de análise, a visão dos Quadrantes de perfis pretende tratar o tema. A Figura 6 é composta por dois eixos em que as variações do valor da empresa (que pode ser **crescente** ou **decrescente** no intervalo de tempo definido) e o MVA® (que pode ser **positivo** ou **negativo** no momento medido) são indicados. No eixo horizontal encontra-se o MVA®, sendo identificado o ponto zero. À sua direita, o MVA® positivo e à esquerda o negativo. Por sua vez, no eixo vertical o valor da empresa tem seu limite inferior no zero e segue curso ascendente. Deve levar em conta as seguintes condições:

- Isolar o efeito genérico de movimentação do mercado, ou seja, um momento em que todo o mercado de bolsa se apresenta em queda, por exemplo, deveria ser identificado; e
- Consistência de comparação entre as informações. No caso do Capital Investido, por exemplo, deve ser apurado a partir da aplicação consistente da Contabilidade, com o objetivo de evitar distorções.

Figura 6. Quadrantes de perfil do valor e MVA®

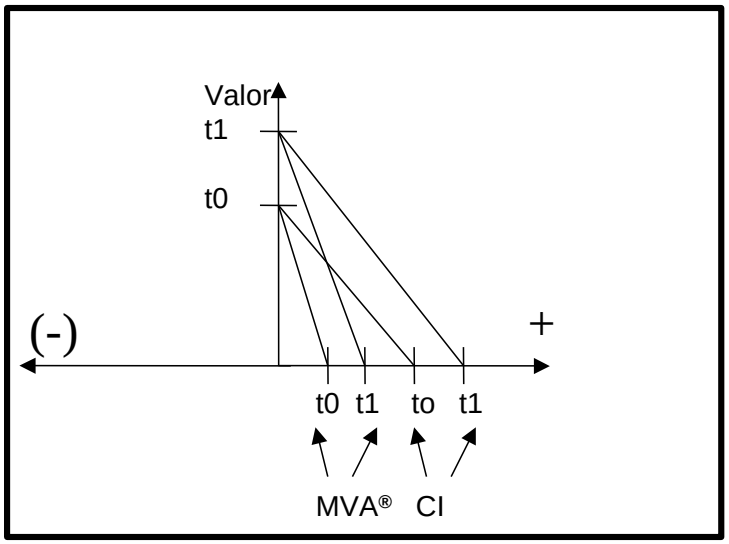


A fim de detalhar a proposta de análise, tanto do valor da empresa como do MVA®, alguns aspectos apresentados na Figura 6 sobre os vários quadrantes podem ser comentados, a partir de um exemplo numérico.

Quadrante 1: Valor crescente e MVA® positivo

Independentemente dos valores apresentados, este deveria ser o perfil perseguido **(o mais desejado em termos do equilíbrio entre investimento, risco e retorno)** com menor complexidade relativa para ser entendido (Figura 7). Ele, normalmente, combina o sucesso externo no sentido de comunicação feita e aceita pelo mercado em termos de ter o aumento do valor da ação com o lado interno, na gestão eficiente do capital investido. O sucesso da comunicação da empresa com o mercado é fator de grande importância para esse impacto.

Figura 7. Valor crescente e MVA® positivo



Ainda que inúmeras combinações numéricas sejam possíveis, a fim de facilitar entendimento, um exemplo numérico foi criado, sendo disponibilizadas as informações necessárias para dois períodos subsequentes e o valor de mercado de uma empresa hipotética (Tabela 5). No referido exemplo, o Capital Investido foi apurado tanto pela abordagem operacional como pela abordagem financeira, que representa o mesmo valor ($7.320 e 8.280 para os períodos 1 e 2, respectivamente). A partir da Tabela 6, a demonstração do cálculo do MVA® é apresentada.

Tabela 5. Apuração do Capital Investido – Quadrante 1

Balanço patrimonial em 31/12			Capital investido			
			Operacional		Financiamento	
Em $ 1000	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2
Ativo						
Caixa	1	1	1	1		
Investimentos no mercado financeiro	109	79	109	79		
Contas a receber	250	260	250	260		
- Provisão para devedores duvidosos	-10	-10	-10	-10		
Estoques	500	420	500	420		
Outros circulantes	100	100	100	100		
Total ativo circulante	950	850	950	850		
Realizável a longo prazo	50	50	50	50		
Permanente líquido	6.800	8.000	6.800	8.000		
Total do Ativo	7.800	8.900	7.800	8.900		
Passivo & PL						
Fornecedores	350	450	350	450		
Empréstimos	820	1.720			820	1.720
Outras contas a pagar	0	0	0	0		
Provisão para contingências	40	60	40	60		
Impostos a pagar	20	30	20	30		
Outros passivos de curto prazo	20	20	20	20		
Total passivo circulante	1.250	2.280	430	560	820	1.720
Passivos não onerosos de longo prazo	50	60	50	60		
Passivos onerosos de longo prazo	500	560			500	560
Patrimônio Líquido	6.000	6.000			6.000	6.000
Total Passivo & PL	7.800	8.900				
Total			7.320	8.280	7.320	8.280

A Tabela 6 contém os seguintes elementos de análise:

1. **% do MVA® /valor de mercado**. Mostra a relação entre a perspectiva do mercado com o valor como um todo. Quanto maior for o percentual, mais otimista estará o mercado em relação à entidade em termos de benefícios futuros;
2. **% VPBF/valor de mercado**. A divisão do valor presente dos benefícios futuros pelo valor de mercado é o complementar do elemento 1 acima.
3. **% VPBF/MVA®** .Quanto maior for o percentual, até 100%, mais se percebe que o MVA® (valor do mercado) está relacionado com os planos de negócios da empresa. Indicadores superiores a 100%

estão informando que o mercado valoriza a entidade acima do que seria o valor intrínseco.

4. **Período médio de geração do lucro residual**. Indica o tempo em que a recuperação do investimento deve ocorrer. Corresponde à divisão do valor residual do período (valor presente dos benefícios futuros pelo valor residual período). Trata-se de uma aproximação para se identificar o horizonte de geração de resultados e, quanto mais arriscado o perfil da entidade, menor será o período médio de geração de lucro residual desejado.

Tabela 6. Apuração do MVA® – Quadrante 1

Em $ 1000	Período 0	Período 1	Variação	Tipo de perfil
+ Valor de mercado	15.000	16.000	1.000	
(-) Capital investido	7.320	8.280	960	
=MVA®	7.680	7.720	40	
Detalhamento do Capital Investido:				
+Caixa e Investimentos no mercado financeiro	110	80	-30	Gestão de liquidez
+Contas a receber	250	260	10	Gestão do capital de giro
+Estoques	500	420	-80	Gestão do capital de giro
+Permanente	6.800	8.000	1.200	Investimento operacional
-Fornecedores	350	450	100	Gestão do capital de giro
+Outros ativos líquidos dos passivos	10	-30	-40	Outros
Total	7.320	8.280	960	
+ Valor de mercado	15.000	16.000	1.000	
- Valor intrínseco	14.320	15.280	960	
= Variação de Percepção	680	720	40	
Valor presente dos benefícios futuros (VPBF)	7000	7000	0	
Valor residual do período (valor presente)	730	830	100	
Índices:				
% do MVA sobre o valor de mercado	51,2%	48,3%	-3,0%	
% do VPBF/Valor de mercado	46,7%	43,8%	-2,9%	
% VPBF/MVA®	91,1%	90,7%	-0,5%	
Período médio de geração do valor residual	9,6	8,4	(1,2)	

Como conseqüência da análise proveniente da Tabela 6, pode ser percebido:

1. Os valores do MVA® de ambos períodos são positivos;
2. O valor da empresa aumentou no intervalo entre 0 e 1;
3. O Capital Investido cresceu menos do que o valor da empresa no intervalo entre 0 e 1;

4. O Valor Presente dos Benefícios Futuros (VPBF) corresponde ao cálculo do lucro residual futuro (incluindo a perpetuidade) descontado pela taxa de custo de oportunidade da entidade. Tal valor é de $7.000 tanto para o período 0 como para o período 1;
5. Lucro residual de um período é apresentado para permitir apuração do número de períodos de recuperação de recursos. Definido como sendo $ 730 para o período 0 e $ 830 para o período 1; e
6. A variação do capital investido pode ser classificada em diferentes itens, sendo:

    a. **Gestão de liquidez**: apresenta impacto na sobra do caixa e aplicação no mercado financeiro. No exemplo é mostrada redução do saldo;
    b. **Gestão do capital de giro operacional**: decorre das ações ligadas à gestão do capital de giro da organização, mais especificamente, contas a receber, estoques e fornecedores. Ineficiência e/ou sazonalidade só podem ser identificadas se o analista se dedicar ao entendimento dos detalhes. No exemplo, uma redução líquida dessas contas é percebida, o que pode indicar melhoria de gerenciamento; e
    c. **Investimento no Permanente**: decorre de recursos direcionados para bens de capital e investimentos permanentes em outras sociedades, os quais devem proporcionar retorno a longo prazo; e
    d. **Outros**: refere-se a variações em outros grupos de contas da equação patrimonial.

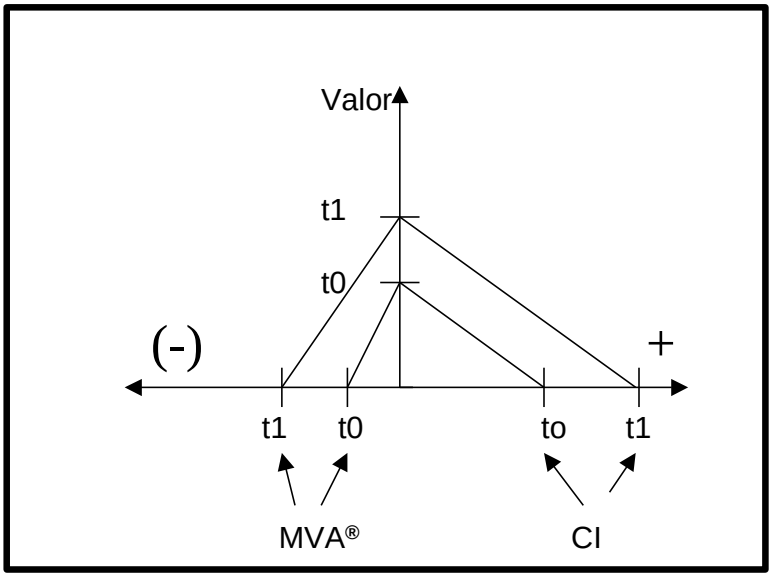
Como decorrência dessa abordagem, fica claro que a parcela realmente significativa na variação do capital investido diz respeito ao Permanente, o que sugere que os benefícios futuros devam fazer parte das expectativas dos investidores.

Quadrante 2: Valor crescente e MVA® negativo

O MVA® só pode ter essa tendência se o capital investido for maior do que o valor da entidade (Figura 8). Nesse caso, entender as causas do aumento de capital investido é fundamental para se avaliar a existência de ações corretivas para os planos da organização. Ela pode ter feito investimentos significativos que irão proporcionar fluxo de caixa futuro. A reação do mercado pode ocorrer depois de intervalo de tempo de diferentes magnitudes. Dessa maneira a informação deve ser analisada com certo grau de profundidade para se concluir sobre a adequação ou não do perfil. O aumento do capital investido pode ser proporcionado, dentre os vários motivos possíveis, pelos seguintes:

1. Pela melhoria de desempenho nas receitas, provavelmente, com impacto nas contas a receber o que deve ter conotação positiva no resultado como um todo;
2. Pelo aumento das contas a receber por maior inadimplência, o que conota aspectos desfavoráveis no resultado; e
3. Pelo aumento das contas a receber por motivos comerciais. Pode ocorrer, em alguns casos, que seja o momento certo de se investir em aumentos de prazos para os clientes, para, no momento seguinte, ter benefícios dessa ação.

Figura 8. **Valor crescente e MVA® negativo**



O cálculo do Capital Investido, em todas as exemplificações aqui construídas, é exatamente o mesmo apresentado na exemplificação do Quadrante 1. Fica evidente que a informação numérica resumida, por si só, pode não atender totalmente à demanda de respostas da organização. Nesse sentido, a recomendação corresponde ao detalhamento dos elementos que proporcionaram a variação do MVA® para permitir algum nível de inferência sobre o seu significado.

Caso não relacione o seu resultado com o valor de mercado e MVA®, a empresa do Quadrante 2 teria seu resultado entendido como saudável, levando em conta o lucro residual positivo e crescente (Tabela 7). Entretanto, frente ao mercado, a percepção seria de uma entidade com alto valor de capital investido e relativamente baixo retorno, implicando em **valor intrínseco** superior ao **valor de mercado**, com evidente perda para o acionista controlador. Num mercado com grande fluidez de negócios em bolsa, o quadrante 2 seria ideal para o agente que persegue uma ação de *takeover* hostil.

Tabela 7. Apuração do MVA® – Quadrante 2

Em $ 1000	Período 0	Período 1	Variação	Tipo de perfil
+ Valor de mercado	7.200	8.200	1.000	
(-) Capital investido	7.320	8.280	960	
=MVA®	-120	-80	40	
Detalhamento do Capital Investido:				
+Caixa e Investimentos no mercado financeiro	110	80	-30	Gestão de liquidez
+Contas a receber	250	260	10	Gestão do capital de giro
+Estoques	500	420	-80	Gestão do capital de giro
+Permanente	6.800	8.000	1.200	Investimento operacional
-Fornecedores	350	450	100	Gestão do capital de giro
+Outros ativos líquidos dos passivos	10	-30	-40	Outros
Total	7.320	8.280	960	
+ Valor de mercado	7.200	8.200	1.000	
- Valor intrínseco	14.320	15.280	960	
= Variação de Percepção	-7.120	-7.080	40	
Valor presente dos benefícios futuros (VPBF)	7000	7000	0	
Valor residual do período (valor presente)	730	830	100	
Índices:				
% do MVA sobre o valor de mercado	-1,7%	-1,0%	0,7%	
% do VPBF/Valor de mercado	97,2%	85,4%	-11,9%	
% VPBF/MVA®	-5833,3%	-8750,0%	-2916,7%	
Período médio de geração do valor residual	9,6	8,4	(1,2)	

Um importante questionamento surge quando comparado com o resultado apresentado no quadrante 1: se o desempenho interno foi exatamente igual (em termos de Capital Investido, VPBF etc), por que o valor teve comportamento diferente? Porque os agentes externos interpretaram de diferente forma a comunicação da empresa em termos de sua capacitação para cumprir metas e atender desafios. Nesse sentido, diferentemente dos demais indicadores financeiros, o relacionamento entre o valor de mercado com o desempenho interno mostra o mundo real aos gestores. A classificação no Quadrante 2 pode ser uma classificação transitória em decorrência do intervalo entre o planejamento e as ações serem comunicadas e percebidas pelo mercado.

A análise dos indicadores pode identificar:

1.% do MVA® /valor de mercado. Diferentemente do Quadrante 1, o indicador mostra que a empresa vale para o mercado praticamente o valor contábil dado pelo seu Capital Investido. Supondo que os ativos

sejam consumidos ao longo do horizonte de projeção, a sua mensuração se concretiza;

2.% VPBF/valor de mercado. O VPBF é muito significativo em comparação com o valor de mercado, o que revela potencial futuro e valor intrínseco próximo ao percebido;

3.% VPBF/MVA® .Enquanto que no Quadrante 1 o indicador apresenta alto percentual, o que significa que o MVA está altamente relacionado com o valor intrínseco a ser gerado, no Quadrante 2 o cálculo não faz sentido pelo fato do MVA ser negativo.

4.Período médio de geração do lucro residual. É igual para todos os quadrantes.

Quadrante 3: Valor decrescente e MVA® negativo

Do ponto de vista do acionista controlador, esse perfil é o menos desejado. Numericamente, a queda do MVA® pode se verificar tanto porque o preço da ação se reduziu, o Capital Investido aumentou ou mesmo várias combinações por motivos dos mais diversos.

Figura 9. Valor decrescente e MVA® negativo

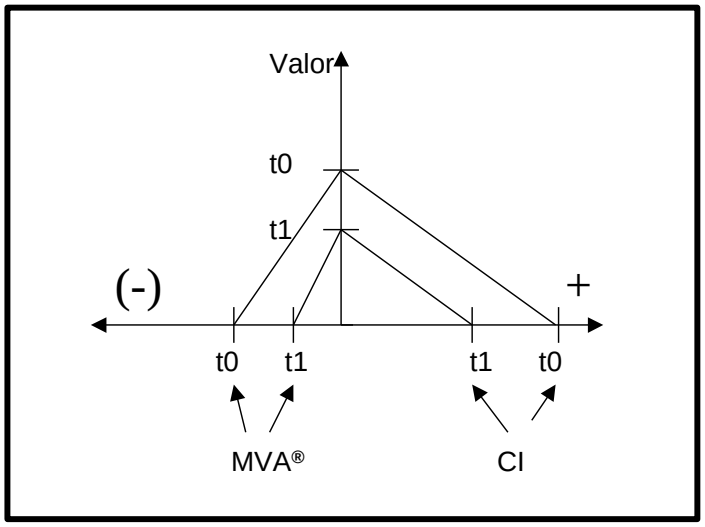


Tabela 8. Apuração do MVA® – Quadrante 3

Em $ 1000	Período 0	Período 1	Variação	Tipo de perfil
+ Valor de mercado	7.200	7.000	-200	
(-) Capital investido	7.320	8.280	960	
=MVA®	-120	-1.280	-1.160	
Detalhamento do Capital Investido:				
+Caixa e Investimentos no mercado financeiro	110	80	-30	Gestão de liquidez
+Contas a receber	250	260	10	Gestão do capital de giro
+Estoques	500	420	-80	Gestão do capital de giro
+Permanente	6.800	8.000	1.200	Investimento operacional
-Fornecedores	350	450	100	Gestão do capital de giro
+Outros ativos líquidos dos passivos	10	-30	-40	Outros
Total	7.320	8.280	960	
+ Valor de mercado	7.200	7.000	-200	
- Valor intrínseco	14.320	15.280	960	
= Variação de Percepção	-7.120	-8.280	-1.160	
Valor presente dos benefícios futuros (VPBF)	7000	7000	0	
Valor residual do período (valor presente)	730	830	100	
Índices:				
% do MVA sobre o valor de mercado	-1,7%	-18,3%	-16,6%	
% do VPBF/Valor de mercado	97,2%	100,0%	2,8%	
% VPBF/MVA®	-5833,3%	-546,9%	5286,5%	
Período médio de geração do valor residual	9,6	8,4	(1,2)	

Os valores referentes ao Capital Investido são exatamente iguais aos valores utilizados nos Quadrantes 1 e 2. O valor de mercado da empresa nesse quadrante se apresenta como decrescente. O MVA® negativo é apurado em ambos os períodos. Aparentemente, antes de maiores estudos, esse quadrante pode ser um ponto de transição em que alto investimento é feito e o benefício futuro ainda está por vir. Concomitantemente, redução do valor de mercado ocorre, provavelmente, em função da percepção pessimista mais severa dos agentes do que aquela verificada no Quadrante 2. Em outro exemplo numérico poderia ser tentada a combinação de desempenho desfavorável futuro aliado ao inadequado gerenciamento de ativos.

A análise dos indicadores pode identificar:

1.% do MVA® /valor de mercado. Ainda que existam analogias em relação ao Quadrante 2, sua magnitude é signficativamente desfavorável;

2.% VPBF/valor de mercado. Análogo ao Quadrante 2, indica a defasagem de percepção pela comunicação desenvolvida de maneira não favorável à imagem;

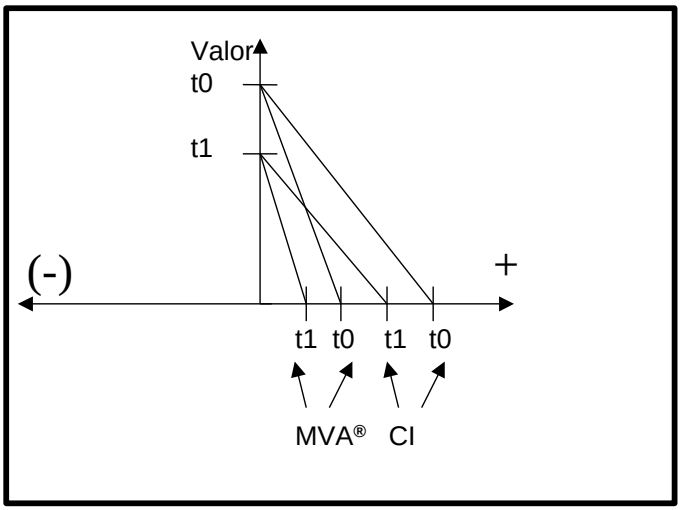
3.% VPBF/MVA®. O MVA® negativo direciona o entendimento do indicador;

4.Período médio de geração do lucro residual. É igual para todos os quadrantes.

Quadrante 4: Valor decrescente e MVA® positivo

Normalmente este perfil só seria possível se redução significativa do capital investido for verificada. Neste caso, supondo redução como decorrência da gestão da entidade, o perfil deveria ser percebido e reconhecido como transitório. Provavelmente, em outro momento, haveria migração da entidade para o Quadrante 1.

Figura 10. Valor decrescente e MVA® positivo



A Tabela 9 apresenta os seguintes indicadores:

1.% do MVA® /valor de mercado. O percentual é significativo, embora com tendência decrescente. Significa dizer que uma parte significativa do valor de mercado é atribuída à expectativa de benefício futuro;

2.% VPBF/valor de mercado. Ao analisar os percentuais, pode-se perceber que existe atribuição de valor superior ao fundamento econômico, embora decrescente;

3.% VPBF/MVA®. O percentual de participação do valor presente dos benefícios futuros sobre o MVA® é crescente, ou seja, os fundamentos dos resultados se apresentam cada vez mais relacionados com a percepção do mercado, o que indica maior adequação da comunicação entre a entidade e os agentes; e

4.Período médio de geração do lucro residual. É igual para todos os quadrantes.

Tabela 9. Apuração do MVA® – Quadrante 4

Em $ 1000	Período 0	Período 1	Variação	Tipo de perfil
+ Valor de mercado	17.000	16.000	-1.000	
(-) Capital investido	7.320	8.280	960	
=MVA®	9.680	7.720	-1.960	
Detalhamento do Capital Investido:				
+Caixa e Investimentos no mercado financeiro	110	80	-30	Gestão de liquidez
+Contas a receber	250	260	10	Gestão do capital de giro
+Estoques	500	420	-80	Gestão do capital de giro
+Permanente	6.800	8.000	1.200	Investimento operacional
-Fornecedores	350	450	100	Gestão do capital de giro
+Outros ativos líquidos dos passivos	10	-30	-40	Outros
Total	7.320	8.280	960	
+ Valor de mercado	17.000	16.000	-1.000	
- Valor intrínseco	14.320	15.280	960	
= Variação de Percepção	2.680	720	-1.960	
Valor presente dos benefícios futuros (VPBF)	7000	7000	0	
Valor residual do período (valor presente)	730	830	100	
Índices:				
% do MVA sobre o valor de mercado	56,9%	48,3%	-8,7%	
% do VPBF/Valor de mercado	41,2%	43,8%	2,6%	
% VPBF/MVA®	72,3%	90,7%	18,4%	
Período médio de geração do valor residual	9,6	8,4	(1,2)	

Em termos de quadrantes, o quarto deles, analogamente aos anteriores, implica em valor do Capital Investido exatamente igual aos demais quadrantes mas inferior ao valor de mercado. A conseqüência, como exemplo, é o MVA® positivo, ainda que decrescente.

Tabela 10.Resultados comparativos dos quadrantes do MVA

	Quadrante 1			Quadrante 2			Quadrante 3			Quadrante 4		
Em $ 1000	Período 0	Período 1	Variação	Período 0	Período 1	Variação	Período 0	Período 1	Variação	Período 0	Período 1	Variação
+ Valor de mercado	15.000	16.000	1.000	7.200	8.200	1.000	7.200	7.000	-200	17.000	16.000	-1.000
(-) Capital investido	7.320	8.280	960	7.320	8.280	960	7.320	8.280	960	7.320	8.280	960
=MVA®	7.680	7.720	40	-120	-80	40	-120	-1.280	-1.160	9.680	7.720	-1.960
+ Valor de mercado	15.000	16.000	1.000	7.200	8.200	1.000	7.200	7.000	-200	17.000	16.000	-1.000
- Valor intrínseco	14.320	15.280	960	14.320	15.280	960	14.320	15.280	960	14.320	15.280	960
= Variação de Percepção	680	720	40	-7.120	-7.080	40	-7.120	-8.280	-1.160	2.680	720	-1.960
Valor presente dos benefícios futuros (VPBF)	7000	7000	0	7000	7000	0	7000	7000	0	7000	7000	0
Valor residual do período (valor presente)	730	830	100	730	830	100	730	830	100	730	830	100
Índices:												
% do MVA sobre o valor de mercado	51,2%	48,3%	-3,0%	-1,7%	-1,0%	0,7%	-1,7%	-18,3%	-16,6%	56,9%	48,3%	-8,7%
% do VPBF/Valor de mercado	46,7%	43,8%	-2,9%	97,2%	85,4%	-11,9%	97,2%	100,0%	2,8%	41,2%	43,8%	2,6%
% VPBF/MVA®	91,1%	90,7%	-0,5%	-5833,3%	-8750,0%	-2916,7%	-5833,3%	-546,9%	5286,5%	72,3%	90,7%	18,4%
Período médio de geração do valor residual	9,6	8,4	(1,2)	9,6	8,4	(1,2)	9,6	8,4	(1,2)	9,6	8,4	(1,2)

Apesar da exemplificação ser extremamente limitada a alguns valores (que não são únicos) os seguintes comentários podem ser oferecidos em relação à Tabela 10:

1. Resume os quatro quadrantes apresentados e evidencia que, para o mesmo desempenho previsto (Valor Presente dos Benefícios Futuros e Lucro residual do período), diferentes percepções de desempenho podem ser verificadas do ponto de vista do acionista, sendo altamente desfavoráveis os quadrantes 2 e 3 e o mais desejável o Quadrantes 1. Sem isso o gestor não estaria sensibilizado sobre o efetivo interesse do acionista;
2. Embora MVA® com valor positivo seja algo sempre desejado, o seu entendimento passa por análises mais profundas do que simplesmente a identificação de valor positivo. Ainda assim, é possível afirmar que o Quadrante 1 é o mais desejado do ponto de vista do acionista controlador;

3. O Quadrante 4 pode ser típico em entidades nas quais se perceba que o crescimento do valor é algo sem grande potencial de ocorrência. Exige forte gerenciamento dos ativos e passivos, reduzindo o Capital Investido mais do que a queda do Valor de Mercado. O que pode ocorrer é uma antecipação do mercado mais forte do que a capacidade de gerenciamento de ativos possa desempenhar. Essa configuração tem forte aderência à forte distribuição de resultados, podendo, em certos casos, proporcionar condições de ir desativando paulatinamente um dado negócio. Provavelmente é o quadrante de maior complexidade no entendimento, já que existe MVA® positivo, ainda que o valor da empresa tenha apresentado tendência de declínio. Trata-se do caso em que, ainda que a redução de valor no mercado seja verificada, a atribuição de benefício pelo mercado existe, devendo ser entendida como potencial futuro de benefício;
4. O Quadrante 3, muito mais do que qualquer outro, é o menos desejado, já que combina aumento de recursos investidos com menor valor no mercado, o que corresponde exatamente ao contrário do que a lógica do acionista pretende, a longo prazo; e
5. O MVA® não pode se constituir em instrumento que possa substituir, isoladamente, todos os demais instrumentos. Na verdade, complementa uma série de aspectos de análise de negócios.

Para os efeitos deste trabalho, conforme foi mencionado na introdução, não se pretende discutir e defender abordagem com a proposta de ser a melhor modelagem de indicadores de longo prazo; contudo, em conseqüência dos comentários desenvolvidos, existe a suposição básica de que, independentemente do indicador interno, que o autor defende como sendo a abordagem do lucro residual, o valor da empresa e MVA® estariam compulsoriamente incluídos.

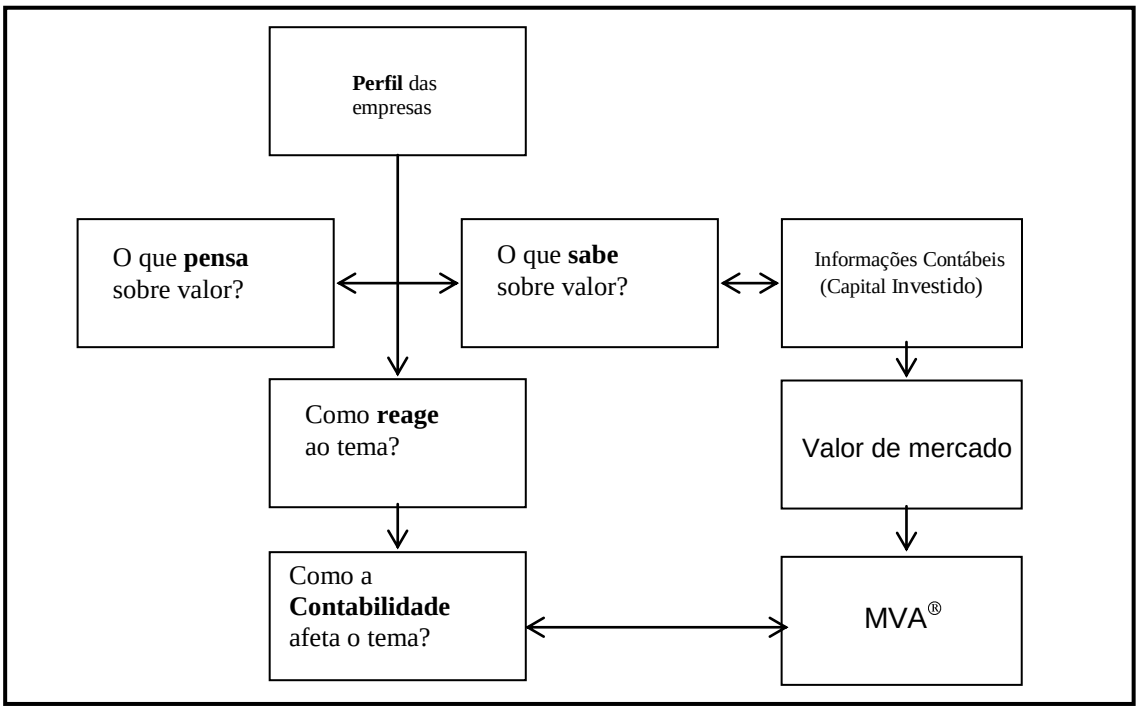
CAPÍTULO 4 - EVIDÊNCIAS DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS PARA GESTÃO DO VALOR NO BRASIL E IMPACTOS SOBRE O MVA® - PESQUISA DE CAMPO

Uma vez tratadas as questões conceituais nos capítulos anteriores, o trabalho se volta para a obtenção de informações que permitam analisar dados empíricos. Para tanto, duas diferentes etapas foram planejadas: a **pesquisa de campo** aplicada a partir de um questionário e a **pesquisa sobre as informações contábeis** (a ser abordada no Capítulo 5).

4.1.Aspectos orientadores da pesquisa de campo

No sentido de orientar a pesquisa de campo e proporcionar foco sobre o que se pretende obter em termos de informações sobre o tema (Figura 11), foram definidas:

Figura 11. Relacionamento entre os vários elementos



Pergunta orientativa da pesquisa de campo

A pergunta da pesquisa que norteia essa etapa do trabalho e que está subordinada à questão da pesquisa do trabalho como um todo é: *As empresas brasileiras com ações em bolsa de valores apresentam indícios de gerenciamento de valor?*

Objetivo

A pesquisa de campo tem por objetivo identificar indícios do gerenciamento de valor por meio de aplicação de questionário no público-alvo definido.

Hipóteses orientadoras da pesquisa de campo:

As hipóteses básicas, elaboradas dentro da abordagem, são as seguintes:

H0: "Os gestores das empresas com ações negociadas em bolsa NÃO utilizam o conceito de gerenciamento de valor."

H1: "Os gestores das empresas com ações negociadas em bolsa utilizam o conceito de gerenciamento de valor."

A exigência de hipóteses auxiliares para tratar as causas é significativa, sendo detalhadas a partir da elaboração do questionário da pesquisa. Algumas delas, referentes à hipótese H0, são:

1. Por desconhecimento do tema;
2. Não percepção de que seja possível;
3. Não percepção de que seja importante;
4. Falta de recursos (técnicos, humanos, metodológicos, etc).

Na seqüência da análise, para melhor entendimento de H1, foi considerada:

H1.0: "NÃO utilizam a Contabilidade como fonte e suporte para planejamento e controle de valor; e

Possíveis razões para isso seriam:

1. Por desconhecimento do tema;
2. Não percepção de que seja possível;
3. Não percepção de que seja importante;
4. Falta de recursos (técnicos, humanos, metodológicos, etc).

H1.1: Utilizam a Contabilidade como fonte e suporte para planejamento e controle de valor."

Os motivos pelos quais aqueles que consideram importante e não gerenciam o valor da empresa, devem ser explorados no processo de desenvolvimento da pesquisa.

4.2. Planejamento da pesquisa

O planejamento da pesquisa leva em conta os seguintes aspectos (Henry, 1990: 46):

- **Natureza do estudo**

  Levando-se em conta a escassez e necessidade de informações para melhor entendimento do tema, trata-se de **pesquisa descritiva**[17], que visa identificar, a partir de **dados primários**, aspectos de real importância para o tema, ainda

[17] Mattar (1994:89-90) caracteriza tal tipo de pesquisa como aquela que "...é utilizada com o propósito de descobrir ou verificar a existência de relação entre as variáveis" e ainda " ...estimar a proporção de elementos numa população específica que tenham determinadas características ou comportamentos".

que não se possa generalizar as conclusões, questões com características descritivas podem ser encontradas no sentido de buscar elementos para outras pesquisas (dentre elas, a pesquisa sobre demonstrações contábeis). Muito embora, originariamente, o pesquisador tivesse a pretensão a desenvolver a pesquisa a partir de uma abordagem **probabilística**, alguns motivos foram considerados na decisão da opção **não-probabilística**:

1. A variável mais significativa e aderente na caracterização da amostra para que se possa dispor de tratamento estatístico é o valor da empresa a ser apurado. Isto porque essa variável, em última análise, é o grande foco da pesquisa. É o objeto que se pretende estudar e identificar comportamento. Tal valor, necessário para toda a população, para poder ser utilizado, é apurado a partir do valor de mercado da ação multiplicado pela quantidade de ações disponíveis no mercado. Duas limitações existem na obtenção dessa informação: a movimentação de compra e venda dessas ações não é uniforme, existindo uma grande quantidade de empresas em que a movimentação é pequena e insipiente para o período a tratar. A outra limitação é qualitativa: em muitos casos, as informações quando confrontadas mostram uma série de inconsistências, o que torna a sua aplicação não adequada;
2. Outra possibilidade em termos de variável relevante que poderia direcionar a amostra para efeitos de cálculos de média e variância, seria o próprio MVA® (*Market Value Added*); contudo, a partir do momento que se pretende identificar relacionamento entre o valor da empresa e o MVA®, seria introduzido um significativo viés;
3. Verifica-se uma forte mudança do perfil de composição de ações na BOVESPA, com o processo de privatização, divisões de empresa e mesmo troca de nomes, dificultando a obtenção de dados seqüenciais e distorcendo a base do trabalho; e

4. Uma vez utilizada a abordagem probabilística, toda a definição da amostra estaria ligada às vulnerabilidades indicadas.

Em decorrência do exposto e, levando em conta que o pesquisador tem por pretensão desenvolver futuras pesquisas evolutivas de atualização sobre o tema, a abordagem **não-probabilística** foi a opção considerada mais adequada, daí decorrendo que as conclusões se tornam válidas especificamente para a amostra apresentada, o que não deixa de ser relevante face o estágio do tema no país.

- **Variáveis de maior interesse**

  A pesquisa se preocupa em identificar o estado-da-arte em termos do tema valor de empresa no Brasil, em que circunstâncias esse tema é tratado e identificação das contribuições da Contabilidade como suporte. Como conseqüência, deve tratar em blocos os seguintes aspectos:

  Entendimento da organização sobre o tema valor

  Identifica o que significa valor para as empresas sendo fundamental para que se possa pesquisar quais seriam as suas preocupações sobre o tema.

  Utilidade percebida do valor da empresa

  A partir do conceito de valor para as empresas, é possível entender se o tema é casual, ou seja, apenas considerado quando a organização passa pelo processo de ser vendida, ou se é um elemento do seu dia-a-dia, vital para entender a abrangência do tema no cenário nacional.

Utilidade da Contabilidade para o gerenciamento de valor

Algumas indicações sobre contribuições que a Contabilidade proporcione ou possa proporcionar se constitui em passo seqüencial, permitindo ao pesquisador traçar rumos para que tal contribuição possa ser ainda maior.

Perfil da empresa

Identificar as características da organização que possam tornar a utilização do conceito mais adequada.

Perfil do respondente

É importante identificar o respondente adequado em termos de sua localização na estrutura organizacional, no que se refere ao entendimento das perguntas, e mesmo adequação das respostas.

- **População da pesquisa**

Kinner & Taylor *apud* Mattar (1994 I:280), definem população da pesquisa como sendo "o agregado de todos os casos que se enquadram num conjunto de especificações previamente estabelecidas". No caso, os elementos de pesquisa são as empresas brasileiras que têm ações na BOVESPA e a abrangência é nacional. Tendo em vista a necessidade de cruzamento de informações entre as duas pesquisas (a de campo e aquela que busca informações sobre o valor das ações no mercado), o interesse recai sobre a relação de empresas com ações em bolsa de valores em janeiro de 1999. A relação de empresas a considerar foi montada a partir da informação da BOVESPA, que proporcionou a identificação exata do universo desejado (conforme Quadro 3). Esse universo passou por uma triagem, sendo excluídas as empresas de participação e *holding*s, por não se constituírem em entidades com as características desejadas em termos de gerenciamento de valor, o que se pretende encontrar nas empresas em que investiram. Além dessas

entidades, os fundos, por motivos análogos, foram excluídos. No planejamento da pesquisa não foi factível a identificação das empresas registradas na BOVESPA e não mais ativas no mercado acionário. Posteriormente, percebeu-se que a sua quantidade é muito maior do que o que se pensava, trazendo, inclusive, distorções ao perfil vigente.

Quadro 3. Constituição da população da pesquisa

Descrição	Quantidade
Total de entidades inscritas na BOVESPA	535
(-) Fundos	13
(-) Empresas de participações e *holdings*	67
= População da pesquisa	455

- **Subpopulações**

A população-alvo foi segmentada a partir de três aspectos considerados como importantes em termos de representatividade e possibilidade de serem obtidos: **Localização geográfica da sede**, **Setor da economia** e **Porte de faturamento**. O pesquisador tem consciência de que certas limitações existem neste tipo de classificação. Por exemplo, no que se refere a localização geográfica, a sede de uma empresa pode ficar em um dado estado e a unidade comercial em outro, o que pode distorcer as análises e produzir conclusões inadequadas. Além disso, algumas empresas atuam em mais de um setor da economia, proporcionando distorções sobre a análise.

No que se refere à localização geográfica da sede, a captação das informações segue a definição utilizada pelo IBGE:

Quadro 4. Segmentação do universo por localização geográfica da sede

Região	Componentes
Norte	Acre, Amapá, Amazonas, Pará, Rondônia, Roraima e Tocantins.
Nordeste	Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe e Bahia
Sul	Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul
Sudeste	Minas Gerais, São Paulo, Rio de Janeiro e Espírito Santo.
Centro-Oeste	Mato Grosso, Goiás, Distrito Federal e Mato Grosso do Sul

Com relação à classificação das empresas nos vários setores da economia, embora existam diferentes abordagens, o agrupamento seguido leva em conta a seguinte segmentação, que é utilizada em outros tipos de análises de empresas do ambiente nacional (no caso, seguiu a estrutura básica da publicação **Maiores e Melhores**, sendo adaptados alguns setores que, para aquela publicação, não eram relevantes mas que para a população envolvida o são, sendo relacionados, primordialmente na separação do grupo diversos daquela publicação). São eles:

Quadro 5. Segmentação do universo por setor

Código do setor	Título	Comentários sobre o conteúdo
1	Alimentos	Fabricantes de produtos alimentícios, frigoríficos, laticínios, fabricantes de doces e chocolates.
2	Atacado e comércio exterior	*Trading companies*, atacadistas, distribuidores de combustíveis, cooperativas de produtores
3	Automotivo	Fabricantes de tratores e máquinas agrícolas, fabricantes de carrocerias, fornecedores de autopeças e componentes
4	Bebidas	Cervejarias e fabricantes de refrigerantes
5	Comércio varejista	Supermercados, redes de eletrodomésticos, vestuário e calçados, distribuidoras de GLP, revendedores de veículos
6	Confecções e têxteis	Fabricantes de tecidos, vestuário, calçados, lingerie, fios têxteis e malharias
7	Construção	Empreiteiras de construção pesada, construção civil, empresas de montagem industrial, de projetos e engenharia
8	Eletroeletrônico	Fabricantes de aparelhos eletroeletrônicos (tais como televisores, videocassetes, rádios, etc), fabricantes da linha branca (geladeiras, máquinas de lavar, etc), fabricantes de equipamentos de telefonia, fabricantes de cabos.
9	Farmacêutico	Laboratórios farmacêuticos
10	Higiene, limpeza e cosméticos	Fabricantes de produtos de higiene pessoal (sabonetes, dentifrícios, etc), de perfumes e produtos de beleza e material de limpeza
11	Instituições financeiras	Bancos comerciais, seguradoras.
12	Material de construção	Fabricantes de cimento, de vidro, tubos e conexões, cerâmica, revestimentos e forros
13	Mecânica	Fabricantes de bens de capital seriado e não seriado (motores, turbinas, tubos, máquinas operatrizes, pontes rolantes, etc).
14	Mineração	Empresas mineradoras
15	Papel e celulose	Fabricantes de papel e celulose
16	Plásticos e borracha	Fabricantes de pneus e artefatos de borrachas, embalagens e utensílios de plástico
17	Química e petroquímica	Companhias petrolíferas, refinarias, centrais de matérias-primas petroquímicas, fabricantes de fertilizantes
18	Serviços	Hospitais, empresas de assistência médica, administradoras de cartões de crédito, hotéis, administradoras de vale-refeição
19	Serviços públicos	Correios, concessionárias de energia-elétrica, de administração portuária, de rodovias e pontes, de serviços de tráfego aéreo.
20	Serviços de transportes	Companhia de transporte aéreo, empresas de transporte rodoviário, de passageiros de carga
21	Siderurgia e metalurgia	Siderúrgicas, metalúrgicas, fabricantes de tubos e dutos, produtoras de alumínio
22	Tecnologia e computação	Fabricantes de computadores, de sistemas de automação bancária, produtores de *softwares*
23	Telecomunicações	Operadoras de telefonia fixa e móvel
24	Outros classificados	

Quanto à segmentação por faturamento, ela foi feita levando em conta distribuição contínua a fim de capturar possíveis diferenciações:

Quadro 6. Segmentação do universo por porte de faturamento

Descrição de faixas de faturamento líquido/ano
Menor que R$ 1 milhão
Igual a R$ 1 milhão e menor que 10 milhões
Igual a R$ 10 milhões e menor que 20 milhões
Igual a R$ 20 milhões e menor que 50 milhões
Igual a R$ 50 milhões e menor que 100 milhões
Igual a R$ 100 milhões e menor que 200 milhões
Igual a R$ 200 milhões e menor que 500 milhões
Igual a R$ 500 milhões e menor que 1000 milhões
Igual a R$ 1 bilhão e menor que 5 bilhões
Igual a R$ 5 bilhões e menor que 10 bilhões
Igual a R$ 10 bilhões e menor que 20 bilhões
Igual a R$ 20 bilhões e menor que 30 bilhões
Igual a R$ 30 bilhões e menor que 50 bilhões
Maior que R$ 50 bilhões

- **Instrumento de coleta dos dados**

  Pela própria dimensão da população, o **questionário** foi escolhido como a maneira mais adequada para a obtenção das informações desejadas, ainda que Mattar (1994: 180-185) questione o grau de sinceridade das respostas. Foram considerados os seguintes aspectos no que se refere à construção do instrumento (1994: 230-249):

  Estruturação do questionário

  O questionário foi desenvolvido a partir de blocos de questões, sendo que segue a seguinte estrutura (Anexo A):

  Carta de envio do questionário
  Capa do questionário
  Carta-resposta com a identificação
  Instruções para o preenchimento
  Bloco 1: Entendimento da organização sobre o tema valor

Bloco 2: Utilidade percebida do valor da empresa

Bloco 3: Utilidade da Contabilidade para o gerenciamento de valor

Bloco 4: Perfil da empresa

Bloco 5: Perfil do respondente

Tipos de questões

Estruturadas, preponderantemente, a partir de questões de múltipla-escolha, dando opções para respostas abertas (Outras). A construção das questões seguiu a necessidade indicada pelas hipóteses levantadas. Discussões com especialista em aplicação de questionário foi uma etapa importante sobre questões ligadas à melhor forma de ter sucesso em termos de receptividade para as respostas.

Avaliação do melhor momento

Em decorrência das crises verificadas no final do ano de 1998 afetando as empresas brasileiras, definiu-se como o melhor momento para o envio do questionário o início do ano de 1999. Contudo, com as ocorrências verificadas na gestão macroeconômica brasileira, com troca de comando na área econômica, a opção de esperar no máximo até o mês de março de 1999 se mostrou adequada em decorrência de o foco de atenção das empresas estar voltado para os ajustes a fazer, ameaçando o sucesso da pesquisa nas respostas do questionário.

Forma de aplicação do questionário

Foi decidido que o questionário poderia ser respondido tanto em papel como pela Internet. O objetivo foi colocar à disposição do respondente alternativa que o possibilitasse/motivasse a atender o pedido do questionário.

Destinatário do questionário

Ainda que o respondente desejável seja o principal executivo financeiro da organização e, dependendo da organização, em outras, ao presidente da

organização, tendo em vista dificuldade de identificar o respondente adequado de cada organização.

Codificação de campos

Cada campo referente às perguntas foi codificado (Anexo A).

Codificação das empresas

A codificação foi seqüencial em termos de nome fantasia, sendo seguida para todas as classificações e ranqueamento requeridos. As empresas foram numeradas a partir da seqüência alfabética do nome fantasia. O questionário de resposta contém a numeração seqüencial das empresas com o propósito de identificar o respondente, caso ele não o fizesse.

Expectativa em termos de retorno dos questionários

A expectativa de retorno dos questionários, antes do seu envio girava em torno de 10-15% do total.

Pré-teste

Foi limitado a cinco empresas, escolhidas a partir de diferentes setores e localização geográfica e faturamento, das quais 3 responderam ao questionário, sendo entrevistadas para obtenção de informações sobre:

Clareza das perguntas: o que o respondente entendeu sobre aquilo que deveria ser respondido?

Dificuldades do preenchimento: uma vez entendido o que deveria ser feito, existiram dificuldades no preenchimento?

Viés de algum tipo: distorções que poderiam estar presentes

Foi verificado que, em questões fechadas, alternativas importantes poderiam ser destacadas e evitar que fossem incluídas (ou não) no

grupo “Outros”. Adequação de salto de pergunta, no caso de respostas negativas, foi considerada.

Adequação das perguntas: deixaria de responder alguma pergunta por qualquer que fosse o motivo (confidencialidade, por exemplo)?

Foi verificado que poucas foram as contribuições de mudanças, inclusões e mesmo exclusões de perguntas. De qualquer maneira, foram incorporadas contribuições consideradas úteis na emissão e no envio dos questionários.

- **Cabimento da amostragem**

A decisão sobre a escolha entre o censo e a amostragem, normalmente, é angustiante para o pesquisador, em decorrência do conflito entre ambição e exeqüibilidade. Nesse sentido, face à escassez de pesquisas anteriores, o pesquisador optou pelo seguinte modelo:

- **Definição da amostra**

Conforme já informado, foi considerada a abordagem **não-probabilistica,** dado que o desconhecimento sobre certos traços da população se constitui em elemento vital para o sucesso da abordagem. Em outras palavras, a segmentação da amostra em quotas, levando-se em conta **Localização geográfica da sede**, **Setor da economia** e **Porte de faturamento,** é clássica em estudos similares; contudo, que outras variáveis poderiam ser identificadas no sentido de caracterizar a amostra não se pode afirmar de maneira inequívoca e clara. Complementarmente, a definição da amostra probabilista aumentaria o risco da pesquisa no sentido de que a empatia dos respondentes frente às pesquisas não é das maiores. No entender de Mattar (1994: 291) uma amostra não-probabilística pode ser até mais representativa do que uma probabilística. O tratamento da amostra desta pesquisa seguiu a orientação

daquilo que Mattar chama de censo na medida que todos os participantes do universo foram identificados e chamados a participar.

- **Envio dos questionários**

Dada a opção por tratamento não-probabilística, no envio dos questionários considerou-se toda a população identificada. A partir da informação sobre o universo a ser pesquisado, informações sobre razão social, endereço, nomes de executivos, telefone e fax foram obtidos através tanto da BOVESPA como da FIPECAFI e mesmo mediante atualização feita pelo pesquisador.

- **Tratamento estatístico**

Considerando-se as condições do trabalho, corresponde à apuração da **distribuição de freqüência** das respostas, dentro da segmentação planejada. No segundo momento, o teste do Qui-quadrado foi utilizado na análise de associação entre algumas variáveis representadas pelas questões respondidas.

4.3.Desenvolvimento da pesquisa de campo

O envio e recebimento das questões ocorreu no primeiro semestre de 1999, especificamente, sendo que os questionários foram enviados pelo correio entre os dias 24 e 25 de março. Os últimos relatórios foram recebidos de volta no dia 31/5/99, data de corte para entrada das respostas.

Follow up e recebimento

Definido, o *follow up* se iniciou a partir do momento em que o questionário foi enviado.

Folhas de controle

As folhas de controle tiveram por objetivo assegurar que:

- O universo fosse respeitado tanto em termos de envio de questionários como recebimento das respostas;
- A coordenação da pesquisa pudesse saber, a cada momento, qual o *status* em termos de retorno dos questionários, contatos feitos para esclarecimentos e/ou reforço de pedido de resposta, entrada de dados e solução de problemas; e
- Exista memória para posteriores aperfeiçoamentos do processo de pesquisa.

Procedimentos de controle

Cada empresa teve a remessa do seu questionário devidamente numerado. Dessa maneira, cada resposta foi monitorada, sendo cobrado à empresa a intenção de responder à pesquisa. Em alguns casos, foram enviados novos questionários tanto pelo correio como incentivado o envio das respostas pela Internet.

Contatos com os respondentes (fone, e-mail)

Esclarecimentos sobre adequação das respostas e data de corte para recebimento dos questionários foram as questões mais freqüentes.

Tabulação de dados

A tabulação foi feita concomitantemente ao recebimento dos questionários.

Perfil das respostas

Em termos de respostas, o perfil de envio e retorno foi o seguinte:

Quadro 7. Quantificação das respostas – resumo

Descrição	Quantidade
Total de entidades da BOVESPA	522
(-) Empresas de participações e *holdings*	67
=População da pesquisa (questionários enviados)	455
Total questionários recebidos	106
(-) Questionários de empresas de participações e *holdings*	8
(-) Questionários recebidos e não utilizados por questões de consistência	4
= Questionários válidos	94
% de respostas válidas	20,7

No sentido de buscar identificação de alguns traços ou mesmo complemento de informação, os questionários foram enviados às empresas de participações, muito embora não foram tabulados e relacionados às demais (Quadro 7). Algumas empresas devolveram os questionários com respostas dúbias ou mesmo sem identificação ou com mais de uma resposta em pontos em que isso não deveria ocorrer. Nos casos em que foi possível entrar em contato, identificar a resposta adequada e incluir na pesquisa, foi feito; nos casos em que não foi possível a sua efetivação até a data de corte, o respondente deixou de ser parte integrante dos dados tabulados, no grupo questionários válidos.

Com relação ao retorno dos questionários, superior à expectativa (foram recebidos 20,7% do total quando se esperava 10-15%), ele é significativo percentualmente, ainda que isso não implique necessariamente em qualidade do ponto de vista estrito da abordagem estatística. Vale destacar que cerca de 23% do total responderam via Internet, o que indica promissor futuro desta forma de comunicação. De uma maneira resumida no sentido de permitir visão geral sobre a massa de informações obtidas, pode-se observar através dos Quadros 8 (empresas aglutinadas por setor), 9 (empresas aglutinadas por região geográfica) e 10 (empresas aglutinadas por faixa de faturamento), o perfil de respondentes versus o perfil da população.

Especificamente no Quadro 9, que se refere à aglutinação das empresas por faturamento, não foi possível obter a informação de algumas entidades, tanto por meio de empresas especializadas (Lafis e Economática), como através de outras pesquisas (jornais e Melhores e Maiores) ou mesmo órgãos de controle (CVM). Dessa maneira o total da população se apresenta inferior ao total dos Quadros 15 e 16.

Quadro 8.Distribuição das empresas por setor

SETOR		POPULAÇÃO		RESPONDENTES	
Código	Especificação	Nº empresas	%	Nº empresas	%
1	Alimentos	22	4.84%	3	3.19%
2	Atacado e comércio exterior	7	1.54%	3	3.19%
3	Automotivo	15	3.30%	2	2.13%
4	Bebidas	3	0.66%	0	0.00%
5	Comércio varejista	13	2.86%	9	9.57%
6	Confecções e têxteis	41	9.01%	6	6.38%
7	Construção	22	4.84%	7	7.45%
8	Eletroeletrônico	15	3.30%	3	3.19%
9	Farmacêutico	4	0.88%	1	1.06%
10	Higiene, limpeza e cosméticos	2	0.44%	2	2.13%
11	Instituições financeiras	56	12.31%	8	8.51%
12	Material de construção	9	1.98%	2	2.13%
13	Mecânica	16	3.52%	3	3.19%
14	Mineração	5	1.10%	1	1.06%
15	Papel e celulose	12	2.64%	2	2.13%
16	Plásticos e borracha	8	1.76%	2	2.13%
17	Química e petroquímica	36	7.91%	5	5.32%
18	Serviços	26	5.71%	5	5.32%
19	Serviços públicos	21	4.62%	6	6.38%
20	Serviços de transportes	7	1.54%	1	1.06%
21	Siderurgia e metalurgia	47	10.33%	11	11.70%
22	Tecnologia e computação	3	0.66%	1	1.06%
23	Telecomunicações	22	4.84%	4	4.26%
24	Todos os outros	43	9.45%	7	7.45%
	Total	455	100.00%	94	100.00%
	Média	19	4.2%	4	4.2%
	Desvio-padrão	15	3.4%	3	3.1%

As distribuições da população e dos respondentes apresentam concentrações em alguns setores, tais como financeiro (12,3 e 8,5%, respectivamente), confecções e têxteis (9,0 e 6,4%, respectivamente) e siderurgia e metalurgia (10,3 e 11,7%,

respectivamente). Os demais setores apresentam percentuais menos significativos.

Quadro 9.Distribuição das empresas por região

ÁREA GEOGRÁFICA	POPULAÇÃO		RESPONDENTES	
	Nº empresas	%	Nº empresas	%
Norte	7	1.54%	1	1.06%
Nordeste	41	9.01%	5	5.32%
Sul	99	21.76%	24	25.53%
Sudeste	293	64.40%	60	63.83%
Centro-Oeste	15	3.30%	4	4.26%
TOTAL	455	100.00%	94	100.00%
Média	19	20.00%	19	20.00%
Desvio-padrão	119	26.00%	25	26.30%

A região Sudeste apresenta o percentual mais significativo tanto no que se refere à composição da população como na composição dos respondentes (64,4 e 63,8%, respectivamente). A região Sul vem em segundo lugar no cômputo total (21,8 e 25,5%, respectivamente).

Quadro 10.Distribuição das empresas por faturamento

	POPULAÇÃO		*RESPONDENTES*	
Faixa de Faturamento	*Nº empresas*	*%*	*Nº empresas*	*%*
Holdings e Participações	0	0.00%	0	0.00%
Menor que R$ 1 milhão	12	2.73%	3	3.19%
Igual a R$ 1 milhão e menor que 10 milhões	42	9.57%	6	6.38%
Igual a R$ 10 milhões e menor que 20 milhões	28	6.38%	4	4.26%
Igual a R$ 20 milhões e menor que 50 milhões	66	15.03%	10	10.64%
Igual a R$ 50 milhões e menor que 100 milhões	49	11.16%	11	11.70%
Igual a R$ 100 milhões e menor que 200 milhões	68	15.49%	16	17.02%
Igual a R$ 200 milhões e menor que 500 milhões	74	16.86%	14	14.89%
Igual a R$ 500 milhões e menor que 1 bilhão	41	9.34%	7	7.45%
Igual a R$ 1 bilhão e menor que 5 bilhões	49	11.16%	16	17.02%
Igual a R$ 5 bilhões e menor que 10 bilhões	6	1.37%	4	4.26%
Igual a R$ 10 bilhões e menor que 20 bilhões	2	0.46%	2	2.13%
Igual a R$ 20 bilhões e menor que 30 bilhões	0	0.00%	0	0.00%
Igual a R$ 30 bilhões e menor que 50 bilhões	2	0.46%	1	1.06%
Igual ou maior que 50 bilhões	0	0.00%	0	0.00%
Total	439	100.00%	94	100.00%
Média	31	7.10%	7	7.10%
Desvio-padrão	38	6.30%	6	6.61%

Existem vários patamares semelhantemente significativos em termos de faturamento. O que se percebe é que, tanto para a população como para a amostra, o intervalo mais significativo em termos de quantidade de empresas situa-se entre R$ 1 milhão e R$ 5 bilhões, o que se revela amplo por demais. As várias faixas intermediárias indicadas se apresentam relativamente equilibradas em termos de distribuição.

4.4.Análise e conclusões sobre os resultados da pesquisa de campo

A análise desenvolvida neste segmento corresponde a dois tipos:

1.De conteúdo, de ordem descritiva, identificando a distribuição de freqüência das respostas, com o objetivo de colocar foco sobre os pontos principais relacionados às hipóteses e que serão posteriormente estudados com maior intensidade e busca de correlacionamento. Sua apresentação segue a lógica do questionário, por blocos, sendo também disponíveis informações sobre os elementos de caracterização (setor da economia, região e faixa de faturamento). Em algumas questões foi indicada a possibilidade do respondente assinalar mais de uma alternativa, o que foi verificado.

2.Análise de associação entre as respostas com o objetivo de identificar relacionamento entre elas. Basicamente, foi aplicado o teste do Qui-quadrado nas duplas de respostas percebidas como potencialmente relacionadas. Em cada teste, foi mencionada a expectativa em termos de existência ou não de relação de dependência.

4.4.1. Análise de conteúdo

Cada bloco de questões tem um objetivo dentro da pesquisa, conforme indicado no início deste capítulo. Tendo em vista facilitar o entendimento do leitor, as respostas obtidas, bem como as respectivas distribuições de freqüência, serão apresentadas, seguidas por comentários específicos de cada bloco.

Bloco 1: Entendimento da organização sobre o tema valor

1.O que a organização entende por valor?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Aquilo que deveria ser pago pelo comprador caso a empresa fosse vendida	48	37.5%
Aquilo que a empresa vale para o acionista, em dado momento	65	50.8%
Aquilo que é apresentado no balanço patrimonial gerencial	9	7.0%
Outras conceituações	6	4.7%
Totalizador	128	100.0%

2.Valor é um conceito relacionado:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Ao mercado	79	61.7%
Ao que a Contabilidade reflete no balanço patrimonial	14	10.9%
A uma avaliação específica feita por especialistas externos	30	23.4%
Outros	5	3.9%
Totalizador	128	100.0%

3.Que tipo de decisões podem afetar o valor da empresa?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Resultado apurado no período por meio da demonstração de resultados gerencial	53	31.7%
Gerenciamento dos investimentos (tanto no Ativo Permanente como Capital de giro)	64	38.3%
Gerenciamento das taxas de financiamento (tanto capital próprio como de terceiros)	37	22.2%
Outras	13	7.8%
Totalizador	167	100.0%

4.Em caso de existirem programas de remuneração variável para os funcionários, estão relacionados com:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Geração do lucro gerencial do período definido (trimestre, semestre ou ano)	54	48.2%
Geração de caixa no período definido (trimestre, semestre, ano)	19	17.0%
Economic Value Added (EVA®) positivo produzido no período definido (trimestre, semestre ou ano)	6	5.4%
Aumento do valor da empresa no período definido (trimestre, semestre ou ano)	11	9.8%
Não existem programas de remuneração variável	19	17.0%
Não estão atrelados a resultados financeiros	3	2.7%
Totalizador	112	100%

Comentários sobre o bloco 1:

A visão mais adequada do tema é percebida pela maior parte dos respondentes, ou seja, 50,8% responderam que valor é aquilo que a empresa vale para o

acionista, em dado momento. Cerca de 37,5% dos respondentes, por sua vez, só percebem o valor da empresa como sendo útil numa circunstância de aquisição ou venda da empresa, o que se constitui em visão limitadora do potencial de gestão e tem a ver com a relativa insipiência do mercado acionário local. O fato de 61,7% dos respondentes relacionarem o tema com o mercado é positivo.

Em termos de decisões afetando o valor da empresa, o relativo equilíbrio entre as várias vertentes de possibilidades é razoável e esperado pelo pesquisador dada a diversidade de empresas, visões e mesmo possibilidades.

Finalmente, em termos de informações do bloco, a percepção de que o valor da empresa só está relacionado com o desempenho individual e remuneração variável em cerca de 9,8% das empresas indica um grande distanciamento em termos de ligação da Gestão do Valor e avaliação de desempenho.

Bloco 2: Utilidade percebida do valor da empresa

1.O valor da empresa aumentou em algum ano do período 1994-1997?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Sim	77	81.9%
Não	8	8.5%
Não identificado	9	9.6%
Totalizador	94	100.0%

2.Valor da empresa é um conceito que a sua organização utiliza para:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Avaliação do desempenho dos executivos	19	12.9%
Análise de possibilidade de venda da empresa	19	12.9%
Comparação com outras empresas do mercado	40	27.2%
Elaboração e acompanhamento do plano de negócios	50	34.0%
Não utiliza	19	12.9%
Totalizador	147	100%

3.Caso tenha respondido "*Não utiliza*" na questão anterior, as razões seriam:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Não considera importante	3	12.0%
Não tem claro como fazê-lo	9	36.0%
Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem recursos materiais para tal	3	12.0%
Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem sistemas de informações para tal	5	20.0%
Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem profissionais habilitados para tal	3	12.0%
Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem tempo para tal	1	4.0%
Embora considere importante e saiba como fazê-lo, por ser uma subsidiária, não existe tal necessidade	1	4.0%
Totalizador	25	100%

No caso do respondente optar pela questão 3, seguiu para a questão 5.

4.Quem é cobrado pelo desempenho do gerenciamento do valor da empresa?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
O Presidente da empresa	16	17.8%
Todos os executivos	71	78.9%
Só o executivo financeiro	0	0.0%
Outros	1	1.1%
Ninguém	2	2.2%
Totalizador	90	100%

5.Quem DEVERIA se preocupar com o gerenciamento do valor da empresa?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Só o acionista	1	1.1%
O acionista e todos os executivos	81	90.0%
Só o executivo financeiro	1	1.1%
Outros	7	7.8%
Ninguém	0	0.0%
Totalizador	90	100%

Comentários sobre o bloco 2:

81,9% dos respondentes afirmam que o valor de sua empresa aumentou no período 1994 a 1997. O cruzamento das respostas com informações apuradas na outra pesquisa demonstra que isso não é verdadeiro.

O conceito de valor é preponderantemente utilizado para elaboração e acompanhamento do plano de negócios para 34% dos respondentes, o que exigiria definição conceitual clara, sistemas de informações dedicados, profissionais preparados e relacionamento entre gestão e avaliação de desempenho. Comparação com outras empresas no mercado seria outra utilidade e a análise de correlação pretende identificar se existe preponderância em termos de respostas afirmativas nessas duas alternativas.

No que se refere à cobrança, o item “todos os executivos” foi o que se destacou, com cerca de 78,9% de respostas afirmativas. Para 17,8%, a responsabilidade é exclusiva do presidente da empresa. Por outro lado, 90,0% consideram que todos os executivos **deveriam** se preocupar com o gerenciamento de valor, o que corresponde a uma percepção importante e que pode ser conflitante quando se analisa as respostas daqueles que dizem que **não utilizam** o conceito por não considerarem importante. O tempo verbal é de grande importância para a percepção do *gap*. As empresas que não utilizam o conceito de valor no seu gerenciamento argumentam que não têm claro como fazê-lo (36%). Outro motivo importante diz respeito a 20% das respostas que, embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem sistemas de informações para tal. Não considerar

importante, alegação de ausência de recursos e não disponibilidade de profissionais habilitados correspondem a percentuais iguais de 12%.

Bloco 3: Utilidade da Contabilidade para o gerenciamento de valor

1.Que metodologia permite à empresa gerenciar valor?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Apuração do lucro gerencial pelo FASB, correção integral ou similar	35	24.1%
Apuração do EVA® (*Economic Value Added*), MVA® (*Market Value Added*) e acompanhamento do valor de mercado da ação	55	37.9%
Resultado apurado para atender o imposto de renda	7	4.8%
Apuração do caixa gerado em um dado horizonte	43	29.7%
Outras	5	3.4%
Totalizador	145	100%

2.Que indicador financeiro de longo prazo é utilizado na organização?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Retorno sobre o investimento (lucro líquido gerencial sobre o investimento)	57	38.0%
Fluxo de caixa gerado	56	37.3%
Economic Value Added ou outro método de lucro residual assemelhado	27	18.0%
Outro	5	3.3%
Nenhum	5	3.3%
Totalizador	150	100%

3.Qual a freqüência da geração e fornecimento das informações sobre o valor da empresa?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Não recebo	14	14.6%
Mensal	37	38.5%
Trimestral	21	21.9%
Semestral	9	9.4%
Anual	15	15.6%
Totalizador	96	100%

4.A comparação e relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos demonstrativos contábeis gerenciais são feitos pela organização?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Sim, sistematicamente	43	46.7%
Sim, quando solicitado	27	29.3%
Não é feita	22	23.9%
Totalizador	92	100.0%

Comentários sobre o bloco 3:

Em termos de metodologia que permita o gerenciamento de valor, 37,9% consideram que o EVA®, MVA® e o acompanhamento do mercado seria a alternativa mais adequada. A estes seguem a apuração de caixa de um dado

horizonte (29,7%) e apuração do lucro gerencial (24,1%). Contudo, quando respondem sobre qual indicador financeiro de longo prazo é utilizado na empresa, o EVA® não passa de 18%, enquanto que o retorno sobre o investimento alcança 38%, seguido de perto pelo fluxo de caixa gerado (37,3%). Dessa maneira, o que os respondentes crêem e o que dispõem, não são a mesma coisa.

A freqüência mensal de informações sobre valor é a preponderante (38,5%), embora a trimestral também seja expressiva (21,9%). Quanto à comparação entre valor de mercado e informações provenientes de demonstrativos gerenciais é feita para cerca de 46,7% dos respondentes de maneira sistemática, assim como feito quando solicitado, revelando uma visão menos consistente com o gerenciamento contínuo, por cerca de 29,3% e organizações em que não é feita (23,9%).

Bloco 4: Perfil da empresa

1.A sua empresa em termos de origem do controle acionário é:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Nacional privada	68	72.3%
Nacional estatal	9	9.6%
Multinacional	17	18.1%
Totalizador	94	100.0%

2.O setor de atuação da empresa é, predominantemente:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Industrial	56	52.8%
Comércio – Varejista	11	10.4%
Comércio – Outros	6	5.7%
Serviços – financeiros	8	7.5%
Serviços – não financeiros	25	23.6%
Totalizador	106	100%

3.O número de funcionários da organização se enquadra:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Até 50	2	2.2%
De 51 a 100	1	1.1%
De 101 a 250	3	3.2%
De 251 a 500	9	9.7%
De 501 a 1000	11	11.8%
De 1001 e 2000	17	18.3%
De 2001 e 4000	18	19.4%
De 4001 a 8000	17	18.3%
Mais de 8001	15	16.1%
Totalizador	93	100%

4.A organização opera no mercado, desde a sua fundação, no país e outros lugares:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Até 5 anos	6	6.5%
Entre 6 e 10 anos	2	2.2%
Entre 11 e 15 anos	1	1.1%
Entre 16 e 20 anos	2	2.2%
Entre 21 a 30 anos	12	13.0%
Mais de 30 anos	69	75.0%
Totalizador	92	100%

5.O faturamento líquido de impostos/ano se enquadra na faixa de:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Menor que R$ 1 milhão	1	1.1%
Igual a R$ 1 milhão e menor que 10 milhões	3	3.2%
Igual a R$ 10 milhões e menor que 20 milhões	1	1.1%
Igual a R$ 20 milhões e menor que 50 milhões	8	8.6%
Igual a R$ 50 milhões e menor que 100 milhões	13	14.0%
Igual a R$ 100 milhões e menor que 200 milhões	10	10.8%
Igual a R$ 200 milhões e menor que 500 milhões	10	10.8%
Igual a R$ 500 milhões e menor que 1000 milhões	19	20.4%
Igual a R$ 1 bilhão e menor que 5 bilhões	20	21.5%
Igual a R$ 5 bilhões e menor que 10 bilhões	2	2.2%
Igual a R$ 10 bilhões e menor que 20 bilhões	2	2.2%
Igual a R$ 20 bilhões e menor que 30 bilhões	0	0.0%
Igual a R$ 30 bilhões e menor que 50 bilhões	1	1.1%
Maior que R$ 50 bilhões	3	3.2%
Totalizador	93	100%

Comentários sobre o bloco 4:

As empresas são preponderantemente nacionais privadas (72,3%), com parcela majoritária do setor industrial (52,8%), ainda que serviços não financeiros tenha expressiva participação (23,6%).

Existe relativo equilíbrio entre faixas quando se trata do número de funcionários na segmentação superior a 250 funcionários e a freqüência acumulada das organizações que têm mais de 20 anos atinge 88,0% dos respondentes, ou seja, os respondentes conhecem e vivem o mercado desde muito tempo.

Por fim, no que diz respeito a faturamento, a partir de R$ 50 milhões/ano, até a faixa de R$ 5 bilhões, as faixas são significativas em termos de participação.

Bloco 5: Perfil do respondente

1.O seu cargo na empresa corresponde a

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Presidência	3	3.5%
Diretoria	9	10.5%
Gerência	40	46.5%
Outro	34	39.5%
Totalizador	86	100%

2.Sua distância em relação ao presidente/gerente geral é de:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Nenhum nível hierárquico	25	26.9%
Um nível hierárquico	43	46.2%
Dois níveis hierárquicos	21	22.6%
Mais de dois níveis	4	4.3%
Totalizador	93	100%

3.A faixa etária do respondente deste questionário é de:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Até 25 anos	0	0.0%
Entre 26 a 35 anos	17	18.1%
Entre 36 a 45 anos	27	28.7%
Entre 46 a 55 anos	38	40.4%
Entre 56 a 65 anos	10	10.6%
Mais que 65 anos	2	2.1%
Totalizador	94	100%

4.O respondente deste questionário está ocupando o cargo a:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Menos de 1 ano	13	14.0%
Mais de 1 e menos de 5 anos	44	47.3%
Mais de 5 anos	36	38.7%
Totalizador	93	100.0%

5.O respondente deste questionário, quanto à sua formação básica (inicial):

(Quando for o caso pode ser apontado mais de uma)

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Até o segundo grau	0	0.0%
Administração de empresas	38	31.4%
Economia	31	25.6%
Contabilidade	32	26.4%
Engenharia	15	12.4%
Química	1	0.8%
Outra	4	3.3%
Totalizador	121	100%

Comentários sobre o bloco 5:

Diferentemente de alguns tipos de pesquisa em que a caracterização do respondente é fator conclusivo, neste caso, a sua importância é menor, já que não se pode julgar o seu impacto sobre o tema, mas se pretende inferir a questão qualitativa quanto à confiabilidade da resposta. Nesse sentido, o nível hierárquico é significativo, já que a freqüência acumulada presidência/diretoria/gerência, em tese a mais adequada para dar este tipo de informações, corresponde a cerca de 60% do total dos respondentes. Pode-se inferir que a coerência entre as perguntas 1 e 2 não parece ser muito grande.

A faixa etária predominante corresponde a 46-55 anos, com cerca de 40,4% das respostas, sendo observada a predominância do respondente que está no cargo há mais de 1 ano e menos que 5.

Quanto à formação universitária, 100% têm algum curso superior, parcela significativa tem graduação em mais de um curso, com predominância para Administração de Empresas (31,4%), Economia (25,6%) e Contabilidade (26,4%).

4.4.2. Análise de associação através do teste do Qui-quadrado

A fim de incrementar o entendimento das variáveis indicadas nas perguntas aplicadas através dos questionários, foi aplicado o teste do Qui-quadrado com o objetivo de identificar a existência de independência entre elas[18]. A matriz de cruzamento tratou cada pergunta do questionário relacionando-a com outra pergunta, levando em conta 95% como nível de significância. Na seqüência, foi comparado o nível de significância calculado com o nível de significância adotado, para n-1 graus de liberdade, o que indica a fronteira para rejeição da hipótese nula de independência. O argumento para este teste é que alta dependência entre as variáveis PODERIA indicar que as perguntas seriam redundantes, ou até não

[18] Como premissa do teste estabelece que devem ter freqüência esperada superior a 5 para validar a hipótese testada. Em vários casos, depois do ajuste dos espaços vazios, sobraram menos de 5 elementos, o que contraria o requisito do teste do Qui-quadrado. Tais elementos deixaram de ser considerados.

consistência entre elas, dependendo do caso de associação. Poderia indicar uma tendência de relacionamento a ser analisada com maior profundidade. Em termos de hipóteses, foi considerado:

Ho: As variáveis são independentes (não existe relação entre elas)
H1: Existe relação entre as variáveis (são dependentes)

Dentro do pressuposto do referido teste, nos casos de cruzamento de itens com número de observações inferiores a 5, os mesmos foram agrupados, conforme indicado na teoria (Levine *et alii*, 2000:456). O nível de significância adotado foi de 95%. Consequentemente, o erro do tipo 1 é de 5% (0,05 nas demonstrações). Em termos de tratamento, cada subgrupo dentro de cada bloco foi analisado e escolhidos aqueles que o autor considerou como candidatos a apresentar relação de dependência com outras variáveis analisadas por meio do questionário. Na seqüência a aplicação do teste é explicitado:

1.Perguntas analisadas:

O que a empresa entende (gestores) sobre o tema valor da empresa? foi testada com **O valor da empresa é um conceito que ela utiliza para**

Como exemplo, para fins de esclarecimento ao leitor, o primeiro teste analisado abaixo leva em conta o cruzamento entre as seguintes perguntas, com suas alternativas[19]:

O que a organização entende por valor?

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Aquilo que deveria ser pago pelo comprador caso a empresa fosse vendida	48	37.5%
Aquilo que a empresa vale para o acionista, em dado momento	65	50.8%
Aquilo que é apresentado no balanço patrimonial gerencial	9	7.0%
Outras conceituações	6	4.7%
Totalizador	128	100.0%

[19] Nos demais testes o detalhamento das alternativas de respostas foi omitido por uma questão de evitar repetição de informações disponíveis no corpo do próprio capítulo e/ou do Anexo A.

Valor da empresa é um conceito que a sua organização utiliza para:

Alternativas de respostas	Número de respostas	Freqüência
Avaliação do desempenho dos executivos	19	12.9%
Análise de possibilidade de venda da empresa	19	12.9%
Comparação com outras empresas do mercado	40	27.2%
Elaboração e acompanhamento do plano de negócios	50	34.0%
Não utiliza	19	12.9%
Totalizador	147	100%

Como conseqüência do teste, pode-se considerar:

Resultado esperado: Dependência. De acordo com o conceito de entendimento, a aplicação do conceito pode ser definido e aplicado.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que são independentes com o alto % (0,843 calculado contra 0,05 adotado, para 8 graus de liberdade).

2.Perguntas analisadas:
O que a empresa entende (gestores) sobre o tema valor da empresa? foi testada com **Quem é, no momento, responsável pelo gerenciamento de valor da empresa?**

Resultado esperado: Dependência. A responsabilidade em cumprir com a meta de valor para a empresa é crítica, a partir do entendimento do conceito.
Resultado encontrado: O teste demonstra que são independentes mas é o que está mais próximo do nível de confiança estabelecido (0,208 calculado contra 0,05 adotado, tendo 2 graus de liberdade).

3.Perguntas analisadas:
Valor é um conceito relacionado com foi testada com **Valor da empresa é um conceito que a empresa usa para**

Resultado esperado: Razões para dependência e independência existem.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,894 calculado contra 0,05 adotado, para 4 graus de liberdade).

4.Perguntas analisadas:
Valor é um conceito relacionado com foi testada com **Quem é, no momento, responsável pelo gerenciamento de valor da empresa?**

Resultado esperado: Apesar dos fortes argumentos em prol da dependência, para alguns, numa abordagem não-pró-ativa, pode produzir

uma visão difusa de responsabilidade, consistente com a independência das variáveis.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,581 calculado contra 0,05 adotado, para 2 graus de liberdade).

5. **Perguntas analisadas:**

Que tipo de decisões podem provocar impacto no valor da empresa? foi testada com **Valor da empresa é um conceito que ela utiliza para**

Resultado esperado: Dependência seria a expectativa mais provável.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,998 calculado contra 0,05 adotado, para 12 graus de liberdade).

6. **Perguntas analisadas:**

Que tipo de decisão pode provocar impacto no valor da empresa? foi testada com **Quem, no momento, é responsável pelo gerenciamento do valor da empresa?**

Resultado esperado: Dependência. Paralelamente à decisão de ações a implementar, a definição de responsabilidade é compulsória.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,344 calculado contra 0,05 adotado, para 3 graus de liberdade).

7. **Perguntas analisadas:**

O que a empresa (gestor) entende por valor? foi testada com **Qual metodologia melhor reflete o gerenciamento de valor da empresa?**

Resultado esperado: Razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Quanto mais pró-ativa for a organização, mais a metodologia seria considerada de grande impacto e utilidade.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,852 calculado contra 0,05 adotado, para 2 graus de liberdade).

8. **Perguntas analisadas:**

O que a empresa (gestores) entende por valor? foi testada com **Qual o indicador financeiro de longo prazo adotado pela empresa?**

Resultado esperado: Analogamente ao item anterior, razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Quanto mais pró-ativa for a organização, mais a metodologia seria considerada de grande impacto e utilidade.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,436 calculado contra 0,05 adotado, para 2 graus de liberdade).

9. **Perguntas analisadas:**
O que a empresa (gestores) entende por valor? foi testada com **Quão freqüente a informação sobre valor da empresa está disponível?**

Resultado esperado: Analogamente ao item anterior, razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Quanto mais pró-ativa for a organização, mais a metodologia seria considerada de grande impacto e utilidade.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,330 calculado contra 0,05 adotado, para 4 graus de liberdade).

10. **Perguntas analisadas:**
O que a empresa (gestor) entende por valor? foi testada com **Comparações e relacionamento entre valor de mercado e da Contabilidade são preparadas para os gestores?**

Resultado esperado: Apesar do entendimento, a informação é exigida. Como conseqüência, a expectativa era de dependência.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (1,0 calculado contra 0,05 adotado, para 4 graus de liberdade).

11. **Perguntas analisadas:**
Valor é um conceito relacionado com foi testada com **Qual metodologia permite à empresa melhor gerenciar valor?**

Resultado esperado: Razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Para a empresa não-pró-ativa a metodologia é praticamente inútil.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,853 calculado contra 0,05 adotado, para 6 graus de liberdade).

12. **Perguntas analisadas:**
Valor é um conceito relacionado com foi testada com **Qual é o indicador financeiro de longo prazo adotado pela empresa?**

Resultado esperado: Razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Para a empresa não-pró-ativa a metodologia é praticamente inútil.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,644 calculado contra 0,05 adotado, para 4 graus de liberdade).

13.Perguntas analisadas:
Valor é um conceito relacionado com foi testada com **Quão freqüente as informações sobre valor da empresa são fornecidas?**

Resultado esperado: Razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Para a empresa não-pró-ativa a metodologia é praticamente inútil.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,843 calculado contra 0,05 adotado, para 6 graus de liberdade).

14.Perguntas analisadas:
Valor é um conceito relacionado com foi testada com **Comparações e análises de relacionamento entre valor de mercado e valor contábil são preparadas para os gestores?**

Não foi possível calcular.

15.Perguntas analisadas:
Que tipo de decisão pode provocar impacto no valor da empresa? foi testada com **Qual metodologia permite à empresa gerenciar melhor valor?**

Resultado esperado: Razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Para a empresa não-pró-ativa a metodologia é praticamente inútil.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,750 calculado contra 0,05 adotado, para 6 graus de liberdade).

16.Perguntas analisadas:
Que tipo de decisão pode provocar impacto na empresa? foi testada com **Qual o indicador financeiro de longo prazo adotado pela empresa?**

Resultado esperado: Razões para dependência e razões para independência são relativamente significativas. Para a empresa não-pró-ativa a metodologia é praticamente inútil.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,836 calculado contra 0,05 adotado, para 6 graus de liberdade).

17.Perguntas analisadas:
Que tipo de decisões podem provocar impacto no valor da empresa? foi testada com **Quão freqüente as informações sobre valor da empresa são fornecidas?**

Resultado esperado: Dependência era esperada.
Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,739 calculado contra 0,05 adotado, para 8 graus de liberdade).

18.Perguntas analisadas:
Que tipo de decisões podem provocar impacto no valor da empresa? foi testada com **Comparações e análises de relacionamento entre valor de mercado e valor contábil são preparadas para os gestores?**

Resultado esperado: Dependência era esperada.

Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,880 calculado contra 0,05 adotado, para 6 graus de liberdade).

19.Perguntas analisadas:

O valor da empresa aumentou no período 1994-1997? foi testada com **Qual indicador financeiro de longo prazo atualmente é utilizado pela empresa?**

Resultado esperado: Grande dependência era esperada.

Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são independentes (0,468 calculado contra 0,05 adotado, para 2 graus de liberdade)

20.Perguntas analisadas:

O valor da empresa aumentou no período 1994-1997? foi testada com **Comparações e análises de relacionamento entre valor de mercado e valor contábil são preparadas para os gestores?**

Resultado esperado: Dependência era esperada devido ao conhecimento dos resultados. Se a empresa conhece os seus resultados, não há como não dispor de algum tipo de um sistema de informações, independentemente do grau de sua estruturação.

Resultado encontrado: O teste demonstrou que eles são dependentes, sendo único caso constatado nesta análise (0,010 calculado contra 0,05 adotado, para 2 graus de liberdade).

Estruturando um *ranking* dos testes mais próximos de indicação de dependência entre as variáveis, os resultados obtidos foram os seguintes:

O que a empresa (gestores) entende por valor? foi testado com **Quem, no momento, é responsável pelo gerenciamento de valor na empresa?**

Que tipo de decisão pode provocar impacto no valor da empresa? foi testado com **Quem, no momento, é responsável pela Gestão do Valor na empresa?**

O que a empresa (gestor) entende por valor? foi testado com **Qual indicador financeiro de longo prazo atualmente é utilizado pela empresa?**

O valor da empresa aumentou no período 1994-1997? foi testado com **Qual indicador financeiro de longo prazo atualmente é utilizado pela empresa?**

Ainda que o nível de significância de 95% tenha sido alcançado somente por um dos cruzamentos propostos, é interessante observar aqueles que estão menos distantes da região de aceitação. Os principais comentários são:

1.Definição de responsabilidade é um tema que aparece não apenas ligado ao entendimento mas também ao tipo de decisões. Pode indicar que a definição de responsabilidade é relativamente bem resolvida no processo de Gestão do Valor dessas organizações. Comentários mais afirmativos requerem pesquisas adicionais, não disponíveis no momento;

2.Relacionamento entre entendimento e questões ligadas a "como fazer" tem sentido e pode indicar que, resolvendo o dilema

metodológico, o gerenciamento de valor pode ser aperfeiçoado. Caso isso seja verdadeiro, o apoio da Contabilidade Gerencial é crítico e pode proporcionar mudança de comportamento; e

3.O último teste apresentado também aponta para a informação relacionada ao “como fazer”, o que reforça o argumento apresentado no item imediatamente anterior.

Não foi possível conduzir os referidos testes nos tópicos referentes às organizações que não utilizam o conceito de gerenciamento de valor devido ao pequeno número de elementos.

4.4.3. Conclusões sobre a pesquisa de campo

A análise começou com o conceito de gerenciamento de valor e o seu entendimento pelas empresas brasileiras com ações em bolsa de valores local, a BOVESPA. Nesse sentido, a maior parte das empresas estão realmente considerando o conceito de maneira apropriada, corroborando a teoria. Contudo, especialmente do ponto de vista do acionista, em algumas respostas, o entendimento e ações destinadas a atingir tais objetivos de gerenciamento não são contínuos e permanentes, mas algo que é considerado episódico e desenvolvido em certos momentos. Isso pode explicar parcialmente alguns aspectos de desempenho das empresas e ausência de ações destinadas a incrementar o valor da empresa.

A inclusão do seu conceito no plano de negócios aparenta ser a mais eficiente forma de implementar e controlar o valor da empresa. Esta abordagem exige clara definição de responsabilidade e parece ser claro que as respostas apontam para o grupo gerencial como o grande responsável por tal atuação e desempenho.

Seguindo em frente, o próximo passo se refere a “como fazer”. Estritamente para a amostra considerada, podemos pensar que as empresas brasileiras com ações em bolsa de valores usam a Contabilidade Gerencial para Gestão do Valor em, pelo menos, duas perspectivas:

1.Ele se refere ao instrumento usado pela empresa. A fim de gerenciar o longo prazo e, como conseqüência, o valor da empresa, a maior parte dos respondentes usa várias informações providas pela Contabilidade, tais como retorno sobre o investimento, fluxo de caixa, EVA®; e
2.Informação sobre valor vem tanto de dentro da empresa como de fora dela. Sem os modelos da Contabilidade Gerencial não é possível dispor de tais informações.

Quando perguntado sobre as razões pelas quais não se utiliza do gerenciamento de valor, vários pontos foram levantados e muitas empresas indicaram que eles não sabem como fazer (36%) e não têm sistemas disponíveis para a sua obtenção (20%). Na percepção do autor, esta é uma informação muito importante já que a Contabilidade Gerencial tem condições de prover respostas para tal situação. Não somente sistemas, mas também procedimentos, relatórios, treinamento são exigidos para cumprir com esse objetivo, dada a ligação com o tema entendimento. Especificamente falando-se sobre instrumentos, o lucro residual (e o EVA® é o mais conhecido) é percebido como o mais eficiente, apesar de que, no momento, não é o mais usado.

A análise da responsabilidade na Gestão do Valor é um elemento claramente aceito pela maior parte dos respondentes, sendo entendido que a responsabilidade para com o valor é de todo o grupo de gestores, o que faz muito sentido. É muito curioso que, apesar da definição de responsabilidade, o relacionamento entre a Gestão do Valor e o

desempenho individual não se mostrou significativo para uma parcela significativa da amostra. Por enquanto, apesar da ausência de evidências empíricas a comprovar, pode ser uma importante razão para o fracasso das empresas que não têm uma importante ênfase no gerenciamento de valor.

Conhecimento é o primeiro passo exigido para aperfeiçoar qualquer coisa. A fim de contribuir para o entendimento do tema, este estudo discute o relacionamento de vários tipos de variáveis e o gerenciamento de valor no Brasil. É de se esperar que os resultados da pesquisa possam ser utilizados para maior entendimento das variáveis tratadas.

CAPÍTULO 5 - EVIDÊNCIAS DA UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS PARA GESTÃO DO VALOR NO BRASIL E IMPACTOS SOBRE O MVA® - PESQUISA SOBRE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

No Capítulo 3 foi desenvolvida uma proposta de classificação do MVA® das empresas em quatro diferentes possíveis quadrantes:

Quadrante 1, como sendo o mais adequado do ponto de vista do acionista controlador, já que apresenta valor da empresa crescente e MVA® positivo. Consequentemente, ele é o referencial para o qual as empresas deveriam se direcionar.

Quadrante 3, como sendo o menos adequado e aquele que deveria ser evitado, já que o valor da empresa se apresenta decrescente num dado intervalo de tempo e o MVA® é negativo, o que não condiz com os anseios de um investidor voltado para aumento da riqueza.

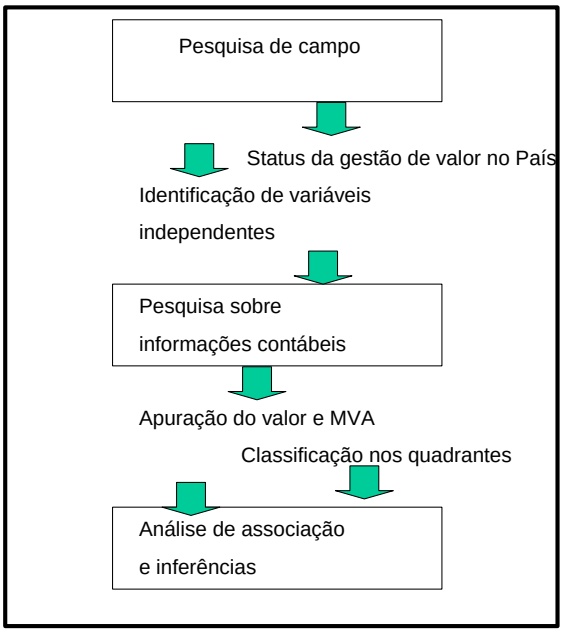
Quadrantes 2 e 4, como sendo aceitáveis como adequados, quando transitórios, em certas circunstâncias.

Olhando para suas características, algumas perguntas são inevitáveis:

1. O que o Quadrante 1 tem de diferente que possa ser incorporado aos outros para que ele possa ser alcançado?
2. O que o Quadrante 3 tem de diferente para que possa ser evitado?
3. O que pode ocorrer para que a empresa deixe os Quadrantes 2 e 4 e migre para 1 ou 3?
4. Uma empresa que esteja localizada nos Quadrantes 2 ou 4 está mais próxima do Quadrante 1 ou do 3?
5. Existiriam variáveis que são neutras do ponto de vista de estarem associadas a todos os quadrantes?

No que se refere à **pesquisa sobre as informações contábeis,** ela foi desenvolvida para proporcionar informações sobre o MVA® de uma amostra de empresas brasileiras no sentido de entender seu perfil predominante, a partir dos conceitos de localização de quadrantes tratados no Capítulo 3 deste trabalho. A partir daí, a pretensão de identificar variáveis que possam estar associadas ao quadrante mais adequado (Quadrante 1) e o menos adequado (Quadrante 3), do ponto de vista do acionista controlador, se torna o foco do desenvolvimento do trabalho. Dessa maneira, esta etapa é independente da pesquisa de campo no sentido que tem seu curso próprio de montagem e desenvolvimento; contudo, é complementar já que as variáveis tratadas por meio de frases no questionário respondido pelas empresas tiveram o cruzamento das respostas com a pesquisa sobre as informações contábeis. A Figura 12 apresenta os passos percorridos:

Figura 12 . Seqüência da pesquisa



5.1.Planejamento da pesquisa

Levou em conta:

- **Natureza do estudo**

  Trata-se de pesquisa descritiva baseada em dados secundários. Esta etapa pretende:

  - Conhecer o valor de cada empresa no intervalo de tempo definido (1997-1998);
  - Conhecer o MVA® de cada empresa no intervalo definido (1997-1998);
  - Conhecer o perfil de MVA® de cada empresa, dentro do conceito de quadrantes tratado no tópico 3.4.4; e
  - Tentar identificar as variáveis potencialmente mais características do quadrante mais desejável (mais adequado em termos de investimento, risco e retorno) do ponto de vista do acionista controlador (Quadrante 1) e/ou as variáveis potencialmente mais características do quadrante menos desejável (Quadrante 3) também do ponto de vista do acionista controlador.

- **Variáveis de maior interesse**

  A variável dependente significativa para a pesquisa é o MVA® de cada empresa. Uma vez calculado, é transformado em variável categórica de acordo com a Figura 6 do tópico 3.4.4. As variáveis significativas para a pesquisa são:

  Capital investido, tratado no tópico 3.3.1.

  Valor de mercado da empresa, tratado no tópico 3.4.1.

  Market Value Added (MVA®), tratado no tópico 3.4.

  As variáveis independentes consideradas na análise são as **frases** descritas no Anexo A, com a codificação segmentada por bloco. Exemplo:

  1.O que a organização entende por valor?

(**1.1.1**) Aquilo que deveria ser pago pelo comprador caso a empresa fosse vendida
(**1.1.2**) Aquilo a empresa vale para o acionista, em dado momento
(**1.1.3**) Aquilo que é apresentado no balanço patrimonial gerencial
etc

Cada uma das frases alternativas de resposta (1.1.1, 1.1.2, 1.1.3, por exemplo), foi tratada no teste.

- **Análise estatística**

A definição do tratamento estatístico levou em conta que:

- As variáveis independentes analisadas são do tipo categórica (medida por 0 ou 1), representadas pelas frases utilizadas no questionário da pesquisa de campo;
- trata-se de uma abordagem não-probabilística, tendo, portanto a ambição de concluir exclusivamente sobre a própria amostra; e
- existe uma variável dependente com quatro resultados possíveis (contidos nos quadrantes 1,2, 3 e 4).

Como decorrência do exposto, os testes considerados adequados para este trabalho foram:

1. **Teste de associação, ou independência,** através do teste do Qui-quadrado (Hair *et alii*, 1998) para buscar a identificação de relação de dependência entre as variáveis da pesquisa de campo e os perfis de MVA® nos quadrantes. As hipóteses foram as seguintes:

Ho: não existe relação entre a variável independente e o quadrante de perfil do MVA®

H1: existe relação entre a variável independente e o quadrante de perfil do MVA®

O **nível de significância** adotado foi de 95% (ou erro do tipo 1 = 5%). Como premissa do teste foi estabelecido como freqüência esperada superior a 5 para validar a hipótese testada. Foram feitas duas montagens de dados:

a. A variável dependente (com seus quatro resultados possíveis) com as independentes (as frases do questionário) consideradas como potencialmente relacionáveis; e
b. A variável dependente (segmentada em apenas dois resultados possíveis: o Quadrante 1 e todos os demais).

Os critérios de classificação foram definidos a partir daquilo que seria a ótica de adequação do acionista controlador, sendo:

1. **Valor da empresa**. Por se tratar de uma comparação em moeda de mesmo poder aquisitivo, qualquer variação percentual foi considerada, já que a estabilidade não é prevista em nenhum quadrante. Existem 8 casos com variações inferiores a 5% e que foram classificados como crescentes ou decrescentes em função do percentual positivo ou negativo.
2. **MVA®**. Nos casos em que o sinal (positivo e negativo) é igual no intervalo (1997-1998), a classificação é clara. Nos casos em que ele se altera, foi considerado:

Quando se altera de positivo para negativo = negativo
Quando se altera de negativo para positivo = positivo

2. **Análise de correspondência** (Hair *et alii*, 1998) foi outra ferramenta utilizada com o objetivo de explorar possíveis associações das frases e quadrantes do MVA® dentro de cada bloco, assim como para possibilitar

a visualização destas relações através de uma representação gráfica simples. Para tanto, três gráficos foram elaborados. O primeiro apresenta os Quadrantes de perfis do MVA® (as quatro respostas possíveis da variável dependente), dispostos relativamente. O segundo apresenta as frases utilizadas na pesquisa de campo (variáveis independentes da análise). Analogamente ao gráfico anterior, permite ver o comportamento das variáveis em decorrência da proximidade entre elas. Por fim, o terceiro gráfico sobrepõe aos quadrantes a nuvem de frases (variáveis independentes), com o objetivo de entender o relacionamento entre as frases e os quadrantes. Este teste não-paramétrico foi desenvolvido especificamente para análises de variáveis categóricas como as deste trabalho. Não requer condições mais severas como no caso dos instrumentos ditos robustos, mas permite caminhar no sentido das inferências, desde que adequadamente delimitado. O teste foi estruturado a partir dos seguintes critérios:

Análise segmentada pelos [20] 4 blocos, já que foram montados a partir de conceitos de estruturação das perguntas:

Bloco 1: O que a organização entende por valor?

Bloco 2: Qual a utilidade percebida do conceito de valor da empresa?

Bloco 3: Qual a utilidade percebida da contabilidade para o gerenciamento de valor?

Bloco 4: Qual o perfil da organização?

[20] Muito embora a pesquisa de campo tenha sido estruturada em 5 diferentes blocos, o último deles se refere ao perfil do profissional que respondeu o questionário, não sendo útil a sua utilização para a finalidade deste teste.

Processamento dos dados, por meio do pacote estatístico MINITAB, versão 13, cruzando as variáveis dos blocos com a variáveis dependentes referentes aos quadrantes do MVA®.

Análise gráfica e das tabelas segmentando:

Análise dos quatro perfis de MVA®;
Análise das nuvens das variáveis independentes; e
Análise conjunta dos perfis e variáveis independentes.

- **População da pesquisa**

Analogamente à pesquisa de campo, os elementos de pesquisa e as unidades de amostras são coincidentes, ou seja, as organizações. Pela necessidade de identificar valor de mercado, só fazem parte da pesquisa as empresas com ações negociadas na BOVESPA, sendo que a mesma fonte de relação de empresas foi considerada. Neste caso, as empresas que interessam para a pesquisa são aquelas que responderam ao questionário da pesquisa de campo para que se possa buscar o relacionamento entre as respostas do questionário e os resultados do MVA®. Nessa fase, deixaram de participar da análise, além das empresas que não apresentaram demonstrações e valores de ações consistentes, as instituições financeiras em decorrência da possibilidade de distorções (Quadro 11).

Quadro 11. Delimitação da população a considerar

Descrição	Número de empresas
Total BOVESPA	522
(-) Cias. de participações	67
=Total população a pesquisar	455
=Questionários validados na pesquisa de campo	94
=Empresas analisadas	80

- **Instrumento de obtenção dos dados**

  As informações numéricas foram obtidas através de consulta a *softwares* (Lafis e Economática), e literatura específica (publicação Melhores e Maiores). Todas informações numéricas foram ajustadas para o início do ano (poder aquisitivo de abril de 1999), sendo utilizado o IGPM como indexador.

- **Período considerado na coleta de informações**

  Muito embora as informações tenham sido obtidas e processadas, em bases trimestrais, para o intervalo setembro de 1996 a dezembro de 1998, a fim de diminuir a acidentalidade provocada pelas crises internacionais verificadas (Indonésia, Rússia e Brasil), foi definido critério de utilização do período dezembro de 1997 a dezembro de 1998 apenas. Unicamente na análise de migração das empresas de um dado quadrante para outro é que o primeiro período foi utilizado neste trabalho.

- **Cabimento da amostragem**

  A amostragem, assim como no caso da pesquisa de campo, é do tipo não-probabilística, no critério identificado por Mattar como sendo de julgamento, já que dela fazem parte todas as empresas com movimentação nos pregões da bolsa, com interesse exclusivo sobre aquelas que responderam ao questionário da pesquisa de campo.

- **Critérios gerais considerados**

  Uma série de critérios foram considerados na obtenção e tratamento das informações, sendo aqui expostos:

Quadro 12. Critérios de montagem

Descrição	Critério considerado	Impacto no	Fonte
Preço da ação	Preços das ações separadas em Ordinárias e Preferenciais, sendo obtido o valor médio do mês do fechamento dos demonstrativos (trimestrais). Nos valores foram considerados os ajustes verificados no período em que foram incorporados. Os preços, obtidos em moeda local, foram ajustados segundo o poder aquisitivo para o mês de Abril/99, de acordo com a variação do IGP-M. Nos casos em que não foi possível a obtenção desses valores porque não houve negociação, ou seu volume foi inexpressivo, foi utilizado o último preço encontrado. Tais empresas foram tratadas à parte, sendo evidenciadas. Novas empresas que entraram na BOVESPA ou antigas empresas que dela saíram fazem parte da análise enquanto sua existência foi identificada.	Valor da empresa e MVA®	Sistema Lafis e Sistema Economática
Quantidade de ações	Separadas em Ordinárias e Preferenciais. Desdobramentos e novas emissões foram contemplados.	Valor da empresa e MVA®	Sistema Lafis e Sistema Economática
MVA®	Para o cálculo do MVA® são necessárias as quantidades de ações das empresas que multiplicadas pelos preços proporcionam o valor de mercado. Podem ser percebidas as seguintes caracterizações e correspondentes soluções: 1.Em alguns casos não existem as ações preferenciais. Neste caso o valor de mercado é o resultado do cálculo qtde x preço de ações ordinárias. 2.Em outros, não existem transações com ordinárias, embora elas existam. Trata-se de um caso de ação com pouca liquidez. O MVA® corresponde à multiplicação de quantidade de ações ordinárias pelo último preço disponível trazido ao poder aquisitivo de abril/99.	Valor da empresa	Sistema Lafis Sistema Economática e publicação Melhores e Maiores
Informações de balanços patrimoniais (Capital Investido)	Obtidas as informações trimestrais, ajustadas para o poder aquisitivo de Abril/99, de acordo com a variação do IGP-M. No que se refere aos demonstrativos, são não consolidados.	MVA®	Sistema Lafis Sistema Economática, CVM e publicação Melhores e Maiores

5.2.Desenvolvimento da pesquisa

Os passos seguidos na fase de desenvolvimento da pesquisa foram os seguintes:

5.2.1.Processo de coleta de dados

A obtenção de dados referentes aos demonstrativos foi iniciada em janeiro de 1999 e encerrada em abril do mesmo ano. A expectativa de obtenção de informações adequadas era, no início da pesquisa, muito grande. Tais informações são provenientes, principalmente do balanço patrimonial (para a montagem do Capital Investido) e Bolsa de Valores (quantidade de ações e preços trimestrais), o que, aparentemente, não deveria ser difícil para se obter; entretanto, muitas informações não estão disponíveis em base trimestral, o que foi considerado importante para o pesquisador para identificação das movimentações. Em decorrência, passa a existir a dependência de obtenção dos relatórios trimestrais enviados pelas empresas para a CVM – Comissão de Valores Mobiliários. A partir daí, diretamente, ou indiretamente, a informação pode ser obtida e utilizada. O que se percebe é que existe uma enorme quantidade de empresas que não informa de maneira sistemática tais informações, o que impede a sua utilização. Uma vez obtidas as informações básicas, foram calculados os valores do MVA® das 80 empresas e classificadas de acordo com os quadrantes apresentados no tópico 3.4.4, conforme Tabela 11[21]. Como se percebe, a maior parte das empresas analisadas está localizada no Quadrante 3, ou seja, aquele em que o valor se mostrou decrescente ao longo do período definido e o MVA® se apresentou negativo.

[21] O Anexo B apresenta as informações referentes ao valor e MVA® por empresa.

Tabela 11.Classificação do MVA® das empresas analisadas

Quadrante	Característica	Número de empresas Dez.98/dez97	Número de empresas Dez.98/set.96	Variação
1	Valor crescente e MVA® positivo	9	15	-6
2	Valor crescente e MVA® negativo	11	19	-8
3	Valor decrescente e MVA® negativo	46	33	13
4	Valor decrescente e MVA® positivo	14	13	1
Total		80	80	0

Descrição das variações

	Quadrante 1	Quadrante 2	Quadrante 3	Quadrante 4	Total
Posição 98/96	15	19	33	13	80
De 1 para 2	-2	2			0
De 1 para 3	-4		4		0
De 1 para 4	-3			3	0
De 2 para 1	1	-1			0
De 2 para 3		-8	8		0
De 2 para 4		-1		1	0
De 3 para 1	2		-2		0
De 3 para 2					0
De 3 para 4			-6	6	0
De 4 para 3			9	-9	0
Total	-6	-8	13	1	0
Posição 98/97	9	11	46	14	80
Variação %	-40%	-42%	39%	8%	0%

As migrações entre os quadrantes foram muito intensas quando se compara o período **dezembro de 1997 a dezembro de 1998** com o intervalo de **setembro de 1996 a dezembro de 1998**. O Quadrante 4 teve a maior perda dentro da amostra, para o Quadrante 3, que foi de 9 entidades. O Quadrante 2 também perdeu 8 entidades para o Quadrante 3. O Quadrante 1 perdeu entidades para todos os outros quadrantes. É importante que se acompanhe a migração das empresas para que se possa diferenciar e entender as características das empresas que realmente SÃO do Quadrante 1, daquelas que apenas ESTÃO no Quadrante 1.

5.2.2.Teste de associação

Os procedimentos descritos na etapa de planejamento da pesquisa permitiram a montagem da Tabela 12, em que a coluna da esquerda contém os dados da variável dependente com as quatro possíveis respostas (Quadrantes 1, 2, 3 e 4) cruzada com as variáveis independentes com (codificadas de acordo com o Anexo A). Na coluna da direita está a variável dependente classificada em duas possíveis respostas (Quadrante 1 e Quadrantes 2+3+4). Muito embora na tabela apareçam todos os resultados em que a hipótese nula foi rejeitada, aquelas que atendem ao segundo requisito, ou seja, de ter, pelo menos, 5 observações para cada quadrante, para 80% de cada variável, foram sombreadas (111, 211 e 411). O detalhamento da análise por empresa pode ser encontrado no Anexo B.

Tabela 12.Resultados comparativos dos quadrantes do MVA®

1,2,3 e 4	1 e 2+3+4
	111
113	113
211	
212	
	232
321	
335	
	411
421	
422	
423	
424	
431	431
434	
442	442
443	443
445	

A fim de facilitar o entendimento, o significado de cada variável sombreada corresponde a:

111: Valor é aquilo que é pago pelo comprador caso a empresa seja vendida
211: Sim. O valor da empresa aumentou em algum ano no período 1994-1997.
411: Trata-se de uma empresa nacional privada

Comentários:

Variável 111. A percepção de que **"valor é aquilo que é pago pelo comprador caso a empresa seja vendida"** é correto do ponto de vista conceitual, mas é incompleto. Pode implicar em acomodação por parte da organização no sentido de que o tema valor somente seja relevante na organização quando exista predisposição para vendê-la, o que contraria a visão conceitual. O fato de existir relação de dependência quando confrontado o Quadrante 1 com os demais quadrantes de perfis de MVA® indica que esse elemento, provavelmente, não é um fator diferenciador significativo.

Variável 211. A oportunidade de confrontar as respostas dos questionários com os números permite dizer que o valor da empresa não aumentou para uma parcela significativa de empresas que afirmou o contrário, o que pode indicar tanto que os respondentes têm conceitos distintos daqueles utilizados pelo autor deste trabalho como também podem não estar atentos a esses resultados. De qualquer forma, não foi possível avançar para aspectos conclusivos deste elemento.

Variável 411. O fato de ser empresa privada nacional, tanto para as empresas do Quadrante 1 como todas as demais não permite avançar em inferências significativas.

5.2.3. Análise de correspondência

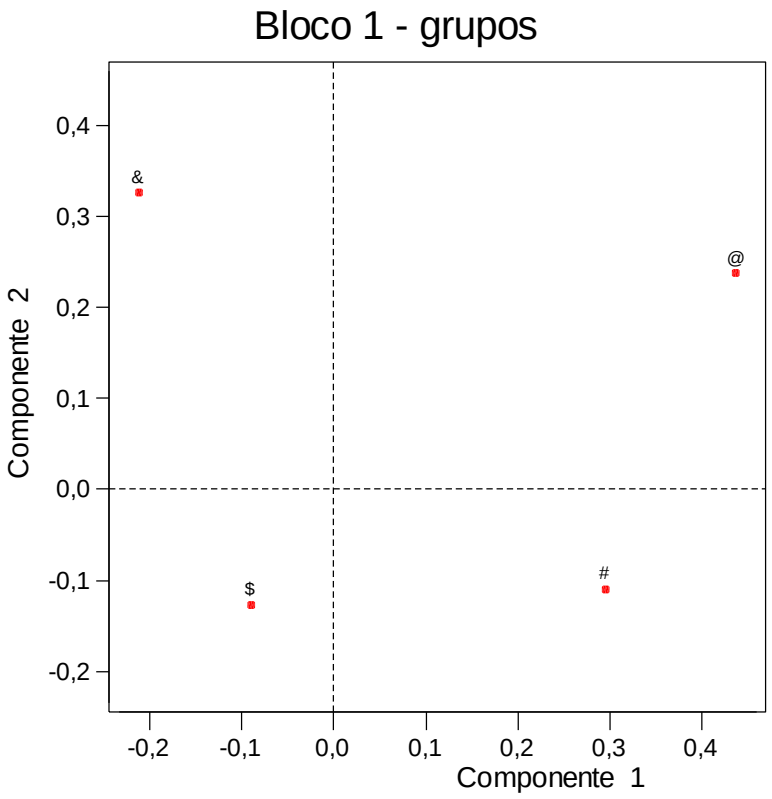
Por uma questão de tentar facilitar o entendimento visual, as saídas gráficas do MINITAB são apresentadas na seqüência. As tabelas com as informações numéricas, que dão sustentação aos gráficos podem ser encontradas nos Anexos C, D, E e F, os quais se referem, respectivamente aos Blocos 1, 2 3 e 4. Conforme descrito na etapa de planejamento (5.1) deste capítulo, a seqüência de análise é a seguinte:

5.2.3.1. Bloco 1

Em todas as figuras, os pontos que definem os Quadrantes de perfis de MVA® levaram em conta o gabarito abaixo, já que o software não mantém os quadrantes no mesmo lugar:

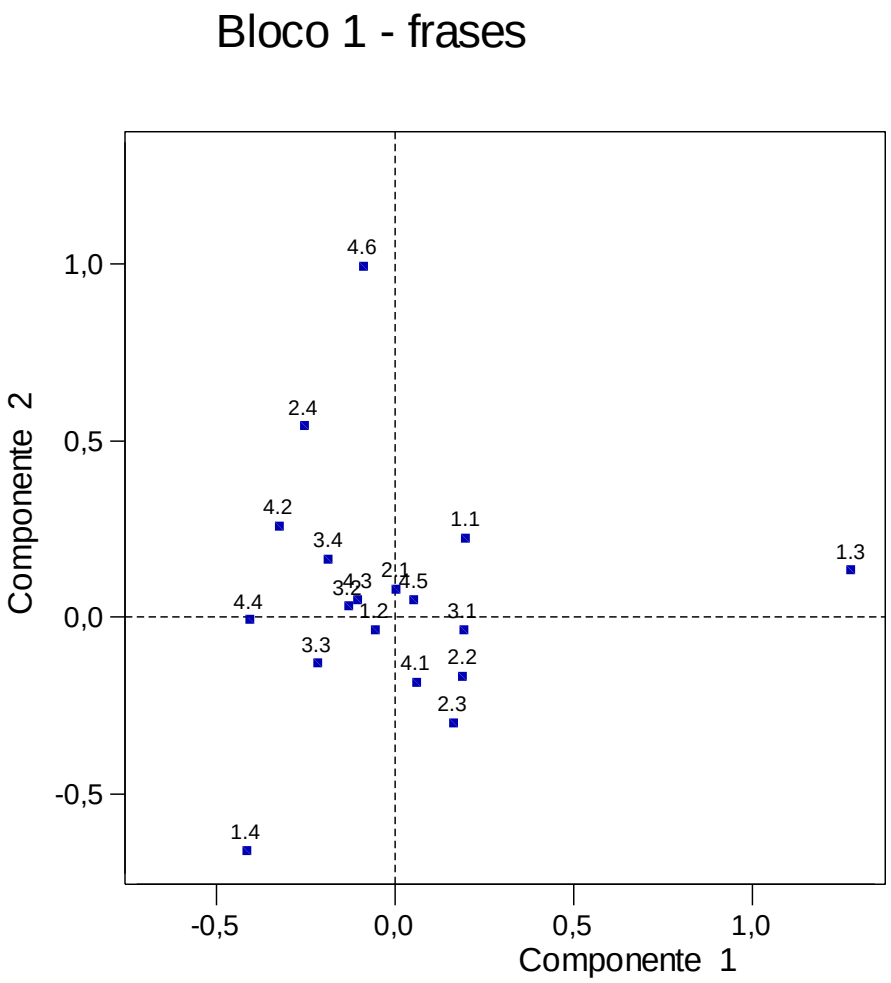
Quadrante 1:@ Quadrante 2: # Quadrante 3: **$** Quadrante 4: **&**

Figura 13. Bloco 1 do questionário - Quadrantes do MVA®



A partir da Figura 13[22] é possível mencionar que os quatro quadrantes de perfis do MVA® se apresentam bem separados e caracterizados em função das distâncias dos pontos. O que se poderia inferir é que quando se trata de analisar o conceito, ou seja, o que a empresa ENTENDE/PENSA sobre o tema valor, os perfis seriam segmentados e definidos para as organizações.

Figura 14. Bloco 1 do questionário - Nuvem de variáveis independentes



[22] A numeração no corpo das figuras não inclui a numeração do bloco. Dessa maneira, o ponto 13 da Figura 14 deve ser lido como se referindo à frase **1**13, por exemplo.

Ao analisar as frases contidas no Bloco 1 (Figura 14), pode ser percebido tanto a existência de pontos que estão próximos uns dos outros e, consequentemente associados (112, 121, 132, 143, 145), como de alguns que estão distantes de todos os outros (113, 114 e 146). No que se refere ao primeiro grupo, foram aglutinadas em dois grupos, de acordo com a proximidade:

112: Entendimento de valor como aquilo que vale para o acionista em dado momento
132: Gerenciamento de investimentos (Permanente e Capital de giro) corresponde a decisão que afeta o valor da empresa
143: Programa de remuneração variável relacionado com a utilização do EVA®

No caso do agrupamento das três frases acima, a empresa que utiliza o EVA® como instrumento de avaliação para a remuneração variável de seus executivos, pela própria metodologia, tem ênfase sobre a gestão de investimentos. Por sua vez, toda o gerenciamento está voltado para o aumento de valor da empresa como compromisso com o acionista. Consequentemente, as ações para proporcionar aumento de valor são desenvolvidas ao longo da vida da empresa e não apenas no momento em que pode ser vendida. O conceito de gestão de valor está presente permanentemente.

121: Valor é um conceito relacionado ao mercado
145: Não existe na empresa programa de remuneração variável

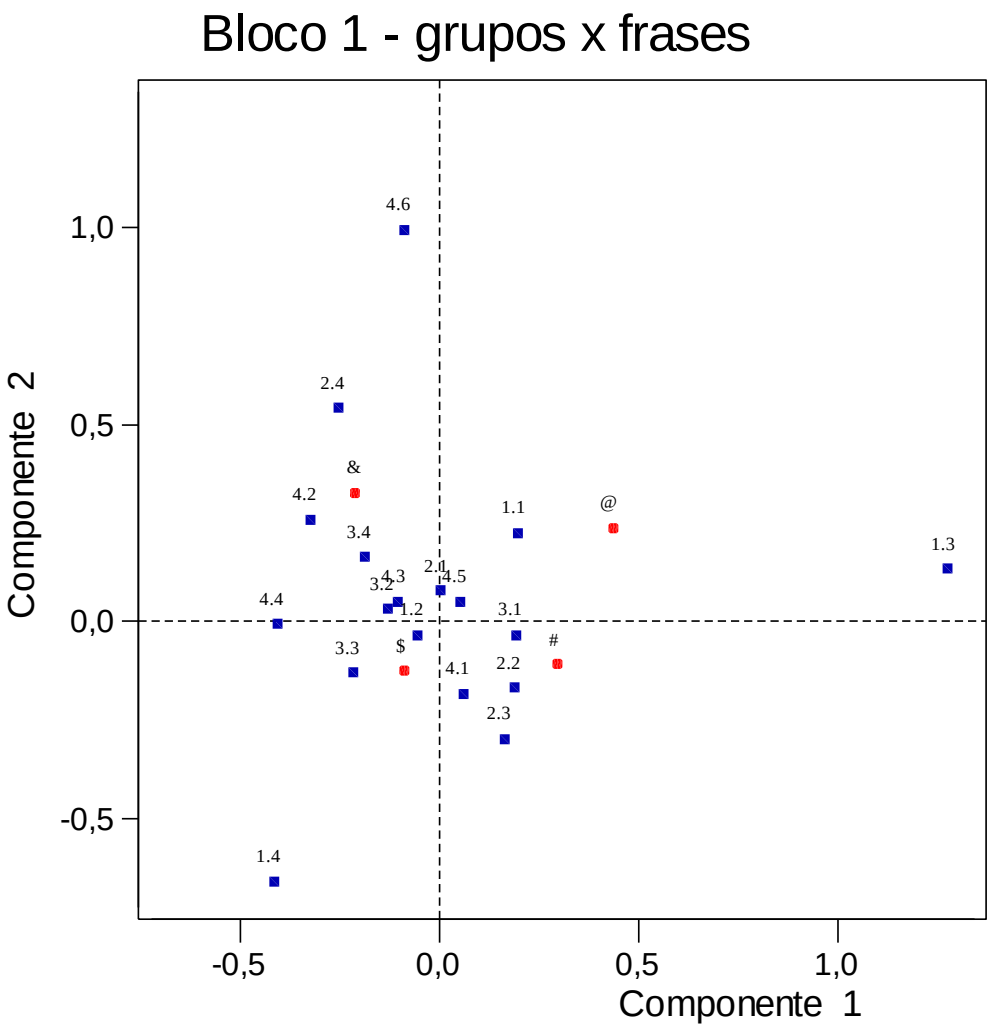
No segundo grupo (121 e 145), ao mesmo tempo que percebe ser valor uma variável de mercado, não se preocupa com remuneração variável. Pode ocorrer que a empresa que não tenha programa de remuneração variável o faça por não acreditar que isso seja fator significativo na gestão de seus negócios, até porque pode não acreditar que com isso possa afetar o valor da empresa.

A não existência de um programa de remuneração variável, além de ser inconsistente com 143, destoa com a tendência mais percebida no momento, sem que se possa fazer inferências maior profundidade e de utilidade. Ao tratar as variáveis que menos se aproximam das demais, nota-se:

113: Valor é aquilo que é apresentado no balanço patrimonial
114: Outras conceituações sobre valor
146: Remuneração variável não atrelada com resultados financeiros

O fato da frase 113 não estar associada a nada corrobora com a teoria, já que o valor não seria obtido a partir do balanço patrimonial, mas sim seria uma variável de mercado. Pelas respostas, esse entendimento é claro para as empresas que participaram da pesquisa. A frase 114 não pode ser tratada pois agrupamentos de “Outros” não são consistentes e significativos em termos de número de observações. Significa dizer que os conceitos de valores relacionados na pesquisa satisfazem e coincidem com aqueles aceitos pelas empresas. No que se refere à remuneração variável, o estágio de gestão das empresas tratadas direciona de maneira significativa para as variáveis que medem o desempenho financeiro, não deixando espaço para outras variáveis não-financeiras. A sobreposição das duas figuras apresentadas anteriormente proporciona a montagem do cenário do Bloco 1, encontrado na Figura 15.

Figura 15. Bloco 1 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes



O Quadrante 1 (@) de perfis de MVA® só está associado e ainda assim de maneira fraca, a uma frase (111), que significa entender valor "como aquilo que a empresa vale caso seja vendida". Do ponto de vista prático, em decorrência dessa visão, a organização poderia se preocupar com o tema valor unicamente em situações em que a transação de venda pudesse ocorrer de maneira iminente. Isso pode ser um traço importante das empresas cujo controle acionário seja muito concentrado e os controladores

tenham motivações de outra ordem que não a econômica para analisar uma operação de venda das mesmas ações. Por outro lado, no teste de associação feito utilizando o Qui-Quadrado, pode ser percebido que essa variável estaria associada quando se compara o Quadrante 1 com todos os outros juntos, ou seja, não é discriminante para qualquer outro quadrante.

O Quadrante 2 (#) tem proximidade com as variáveis 122 e 131, basicamente:

122: Valor é refletido na contabilidade através do balanço patrimonial
131: As decisões que podem afetar valor são refletidas no resultado gerencial

A resposta 122 reflete uma visão não externa do conceito de valor, o que pode ocorrer por vários motivos, não identificados na análise. Por sua vez, a resposta 131 pode proporcionar condições de pró-ação dos gestores no planejamento das atividades. Aparentemente, a empresa está bastante distante do conceito de gestão de valor, se preocupando consigo mesma apenas. Curiosamente, conflita com o que foi identificado na frase 113 como não-associação.

O Quadrante 3 ($) tem proximidade com as variáveis 112 e 133 basicamente, que significam:

112: Entendimento de valor como aquilo que vale para o acionista em dado momento
133: Gerenciamento das taxas de financiamento (tanto de capital próprio como de terceiros)

O entendimento do conceito de valor deste quadrante é o mais adequado de todos os quadrantes. Por sua vez, existe forte associação do conceito com o custo de capital, tanto de capital próprios como de terceiros. O que se pode inferir é que não é suficiente o entendimento adequado dos

conceitos (112 e 133) para evitar que o desempenho não desejável (Valor decrescente e MVA® negativo) seja verificado.

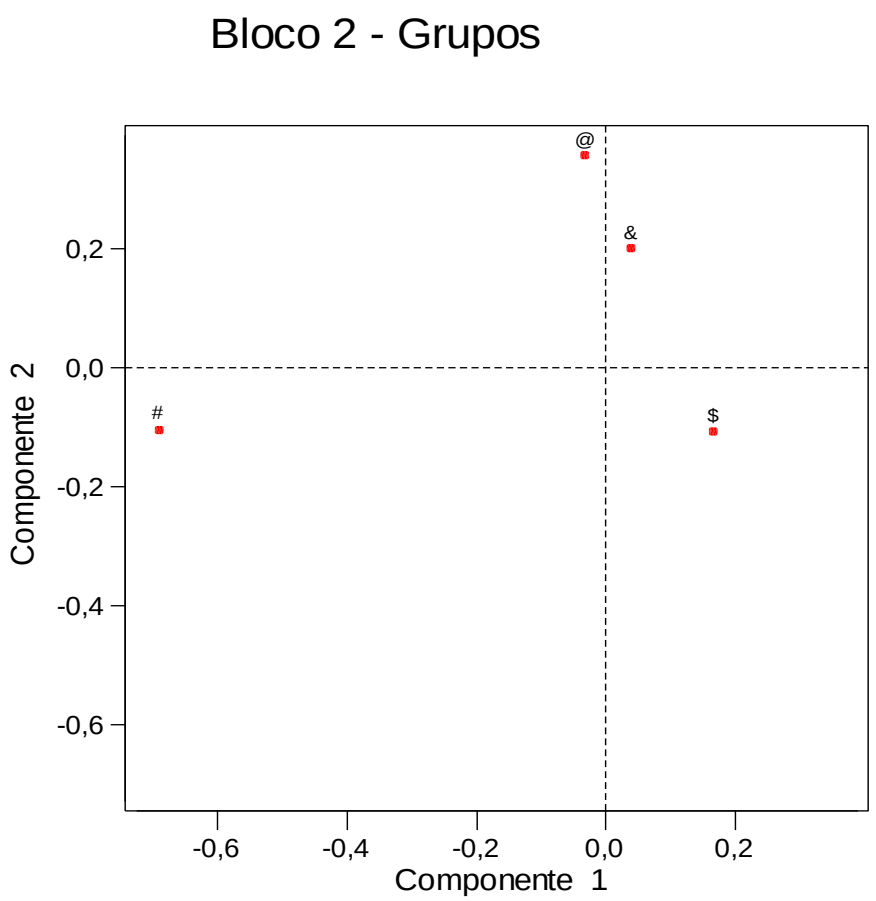
O **Quadrante 4** (&) tem proximidade com as variáveis 124, 134 e 142 basicamente, que significam:

124: Valor é conceito relacionado a outros elementos (que não mercado, contabilidade etc)
134: Outros tipos de decisões que podem afetar o valor da empresa
142: Programa de remuneração variável relacionado com o fluxo de caixa de um dado período

Na análise deste bloco, dentre todos os quadrantes, este é aquele que está mais distante do entendimento considerado adequado para a gestão de valor pois não o relacionada com a empresa de alguma maneira (nem mercado nem a contabilidade interna) e, no que se refere às decisões, deixa de fora todas as decisões consideradas pela teoria como fundamentais à gestão do negócio. Eventualmente, o respondente poderia estar se referindo às decisões externas à empresa e que poderiam estar afetando o seu desempenho em termos de valor. Finalmente, no que se refere à remuneração variável relacionada com o fluxo de caixa, dependendo do enfoque, pode provocar uma retração dos investimentos e uma deterioração do negócio a longo prazo, o que poderia estar sendo percebido pelo mercado no que se refere à sua reação em termos de preço da ação.

5.2.3.2.Bloco 2

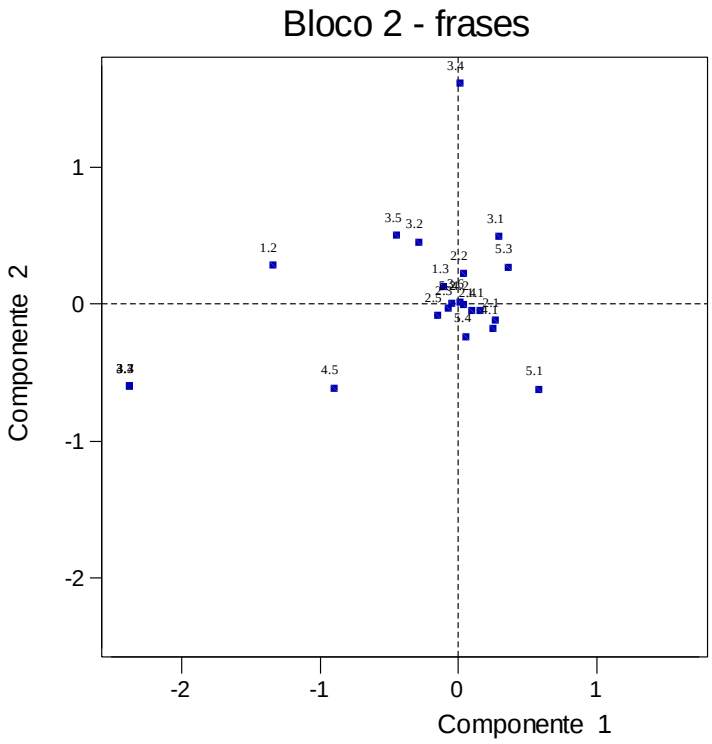
Figura 16. Bloco 2 do questionário - Quadrantes do MVA®



Este Bloco analisa o que as empresas fazem com o conceito tratado no Bloco 1 e a Figura 16 demonstra que, na observação dos quatro quadrantes de perfis do MVA®, os Quadrantes 1 e 4 seriam aqueles que mais se relacionariam. Numa dimensão menor, o Quadrante 4 se relacionaria com 3. O Quadrante 2 não se relaciona de forma significativa com nenhum outro. Não deixa de ser uma percepção interessante já que o Quadrante 1

deveria ser o mais perseguido pelas empresas e o Quadrante 3 o seu oposto, ou seja o menos desejado. É possível que os resultados obtidos indiquem que o Quadrante 4 seja transitório, de onde a empresa possa migrar mais naturalmente para 1 ou 3.

Figura 17. Bloco 2 do questionário - Nuvem de variáveis independentes



A concentração dos pontos (Figura 17) é grande e chama a atenção. Nesse caso, a idéia consiste em identificar aqueles que, diferentemente, não estão associados entre si (212, 234, 245 e 251), sendo:

212: O valor da empresa aumentou algum período no intervalo 1994-1997

234: Embora considere importante a gestão de valor e saiba como fazê-lo, não tem sistemas de informações para tal.

245: Ninguém é cobrado pelo desempenho do gerenciamento de valor na empresa

251: Só o acionista deveria ser cobrado pelo gerenciamento de valor da empresa

A frase 234 nas condições em que foi colocada pode indicar que sistemas de informações não foram considerados fatores limitadores na gestão de valores. A percepção de que valor é algo que deve ser cobrado de alguém (o contrário do que diz a frase 245) é fundamental para a organização possa ter sucesso e a (contrário da frase 251) o sócio não é o agente que deveria se preocupar com a Gestão do Valor, já que, ao contrário, ele é que espera cobrar os executivos pelo desempenho na Gestão do Valor.

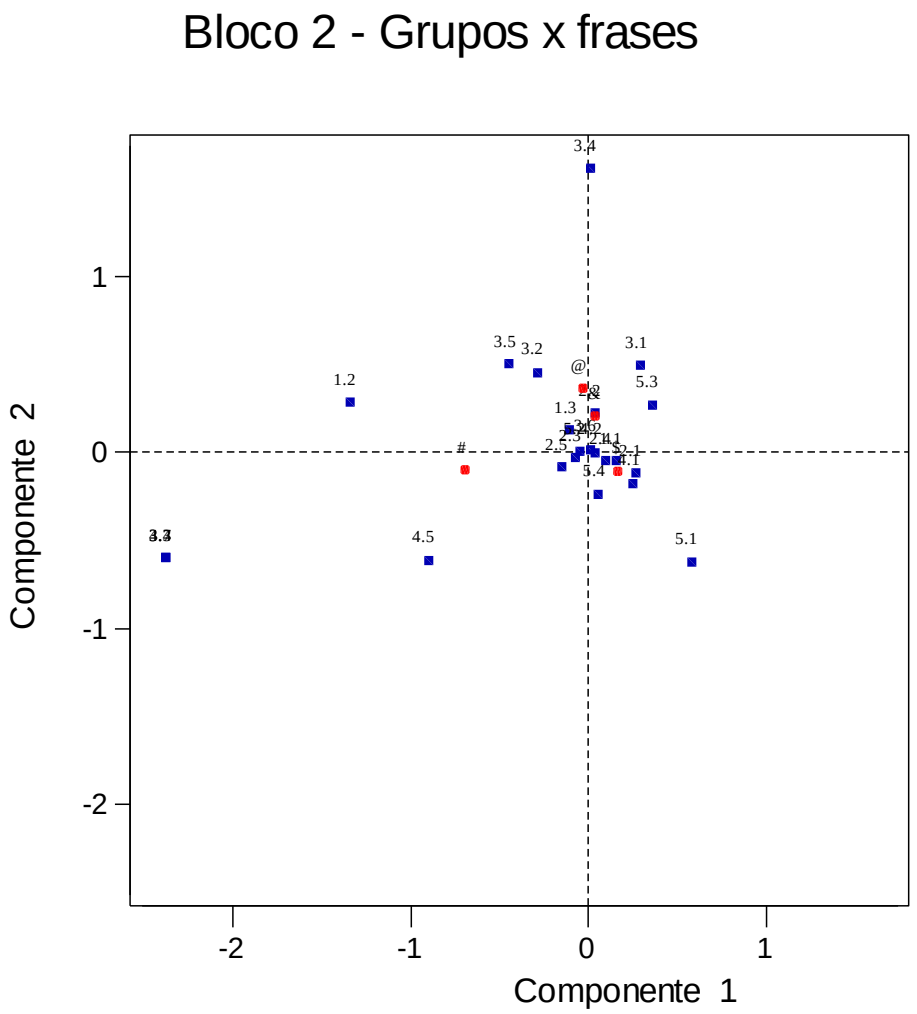
Curiosamente, foram encontradas três frases coincidindo no mesmo ponto:

233: Embora considere importante a gestão de valor e saiba como fazê-lo, não tem recursos materiais para tal.
237: Embora considere importante a gestão de valor e saiba como fazê-lo, por ser uma subsidiária, não existe tal necessidade.
244: Outros são cobrados pelo desempenho do gerenciamento de valor.

A análise das três frases acima pode indicar que as empresas, por serem subsidiárias, não são cobradas pela gestão de valor pela matriz, que, por sua vez, não destina recursos para tal.

A sobreposição das duas figuras apresentadas anteriormente proporciona a montagem do cenário do Bloco 2, encontrado na Figura 18. Diferentemente do Bloco 1, a concentração da nuvem traz a percepção de que as variáveis assim dispersas afetam de maneira não fortemente discriminada os vários quadrantes, sendo difícil a inferência de algum fator diferenciador. Muito embora os quadrantes 1 e 4 estejam associados, assim como 4 e 3, a nuvem se concentra muito mais no eixo dos quadrantes 3 e 4 do que no eixo 1 e 4, dada a quantidade de observações.

Figura 18. Bloco 2 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes



Em termos de quadrantes, existe uma quantidade significativa de frases em torno do Quadrante 3 e, ao mesmo tempo, algumas que são compartilhadas pelo Quadrante 4. Embora com proximidade não tão realçada, o eixo entre os Quadrantes 1 e 4 também contém algumas frases comuns, que serão apresentadas conjuntamente, quando for adequado:

Quadrantes 1 (@) e **4 (&).** Muito embora os quadrantes estejam relativamente próximos, as frases não estão tão fortemente a eles associadas. Aquelas que estão mais próximas dos dois quadrantes são:

213: Não identificou valor para saber se ele aumentou em algum período do intervalo 1994-1997

231: Não utiliza o conceito de gestão de valor na organização porque não considera importante

232: Não utiliza o conceito de gestão de valor na organização porque não tem claro como fazê-lo

A combinação de desconhecimento do próprio estado com a não atribuição de importância é uma combinação perigosa. Leva o analista e se perguntar se a empresa entende o que está tratando. É curioso que, no quadrante entendido como aquele que representa o sucesso da gestão de valor (Quadrante 1) encontrar as organizações que não se utilizam do conceito por não considerá-lo importante e mesmo por não saber como fazê-lo. É como se o resultado positivo fosse decorrência apenas do fator aleatório.

Quadrante 2 (#): Nenhuma associação significativa pode ser percebida.

Quadrante 3 ($): As seguintes frases foram encontradas:

211: Sim, o valor da empresa aumentou em algum período do intervalo 1994-1997

221: Valor da empresa é um conceito que a organização utiliza para avaliação de desempenho dos executivos.

224: Valor é um conceito que a empresa utiliza na elaboração e acompanhamento do plano de negócios

241: O presidente é cobrado pelo desempenho do gerenciamento do valor da empresa

242: Todos os executivos são cobrados pelo desempenho do gerenciamento do valor da empresa

A combinação de respostas do Quadrante 3 é adequada do ponto de vista do que se poderia esperar conceitualmente, já que o valor da empresa faz parte do processo de planejamento, utiliza na avaliação de desempenho e existe cobrança sobre todos os executivos.

Quadrantes 3 ($) e **4 (&)**. As frases mais relacionadas (a partir da proximidade) são:

223: Valor da empresa é um conceito que a organização utiliza para comparação com outras empresas no mercado.
236:Não utiliza o conceito de gestão de valor na organização porque, embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem tempo para tal.
252: Tanto o acionista como todos os executivos deveriam ser cobrados pelo desempenho do gerenciamento do valor da empresa

As respostas são inconsistentes, já que, ao mesmo tempo que diz que não utiliza o conceito, diz que o utiliza para comparação com outras empresas no mercado e mesmo para cobrar desempenho.

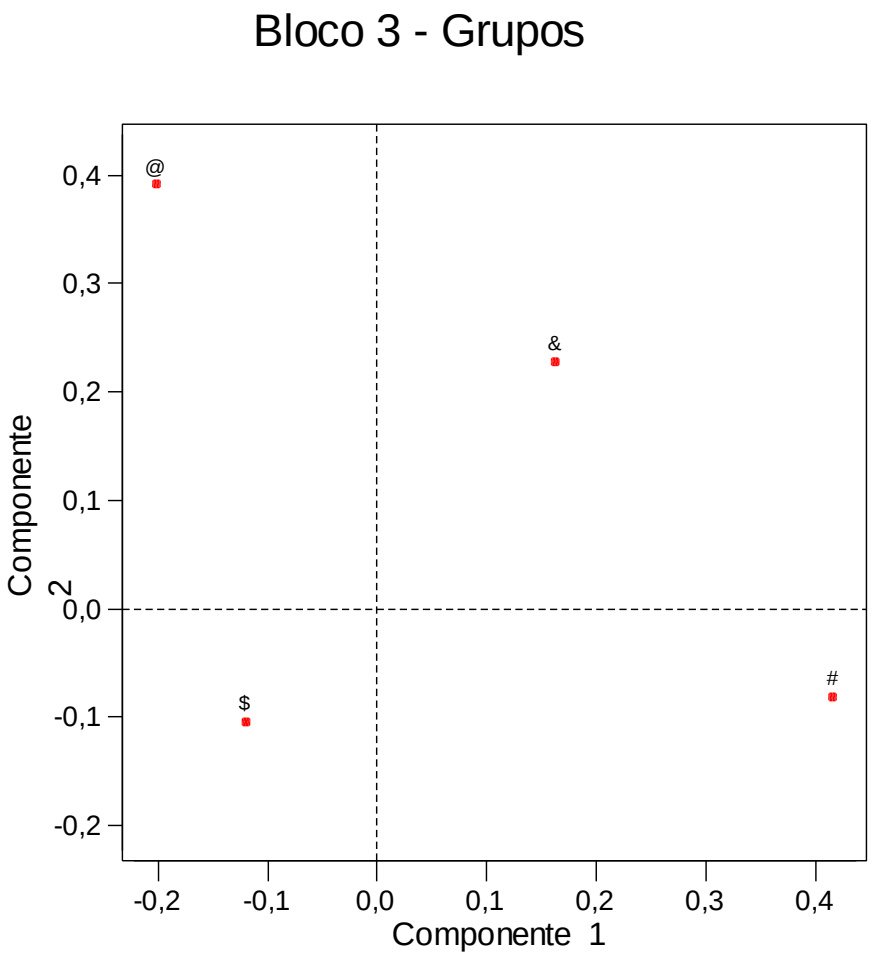
Quadrante 4 (&): As associações mais visíveis ocorrem com 222, que significa que valor é um conceito que a organização utiliza para análise de possibilidade de venda da sua empresa

213: O valor da empresa no período 1994-1997 não foi identificado
222: Valor da empresa é um conceito que a organização se utiliza para análise de possibilidade de venda da empresa

O Quadrante 4 tem a preocupação em termos de valor focada exclusivamente para a possibilidade de venda da organização, sendo episódicamente lembrada.

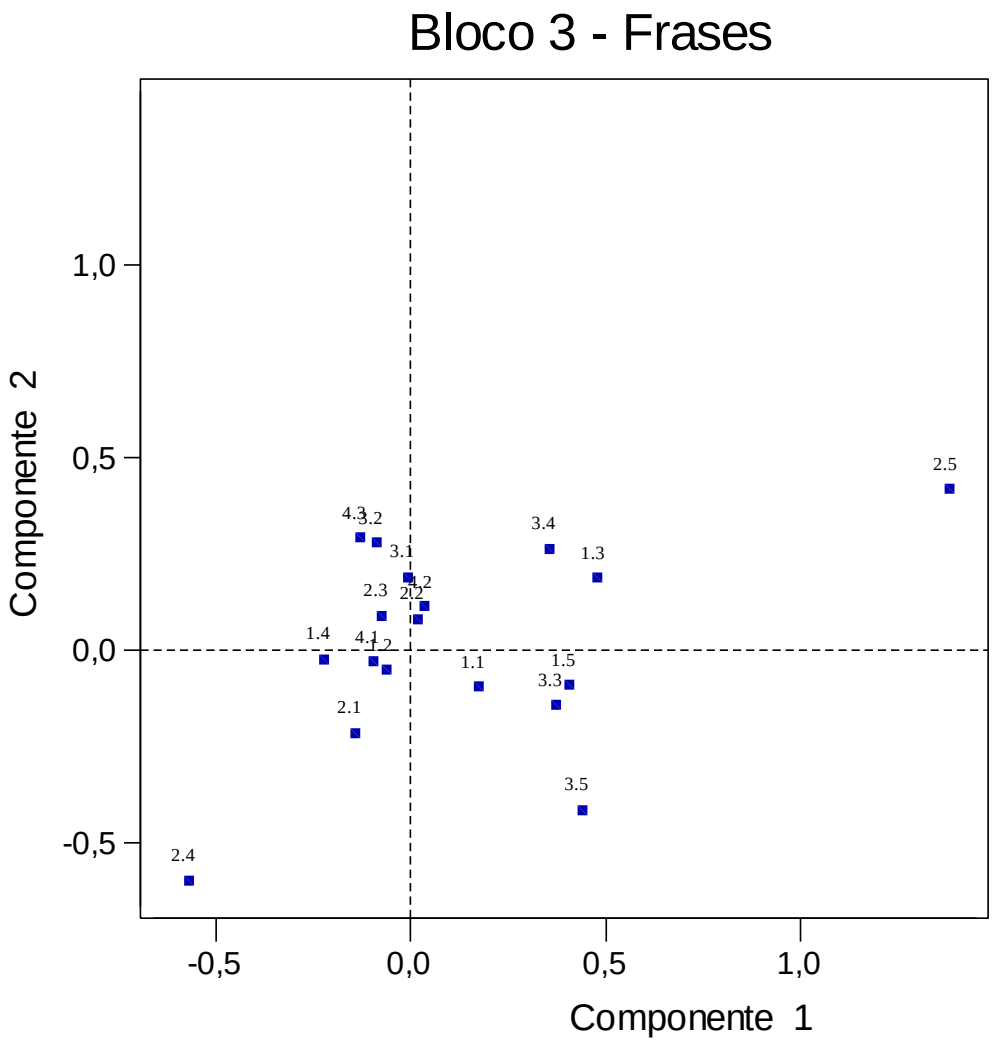
5.2.3.3.Bloco 3

Figura 19. Bloco 3 do questionário - Quadrantes do MVA®



O Bloco 3 se propõe a tratar a utilidade da Contabilidade, ao menos em algumas questões mais gerais, para a gestão de valor. Analogamente ao Bloco 1, a associação entre os quadrantes não parece ser significativa (ao contrário do Bloco 2) para entre eles mesmos.

Figura 20. Bloco 3 do questionário - Nuvem de variáveis independentes



Alguns grupos de variáveis indicam significativa associação, tais como 315 e 333, 343 e 332, 341 e 312, 322 e 342. Analisando cada dupla:

315: Outras metodologias que permitem à empresa gerenciar valor

333: Freqüência trimestral da geração e fornecimento de informações sobre o gerenciamento do valor

Não foi possível inferir sobre o comportamento das frases acima descritas.

343: Comparação e relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos documentos gerenciais não são feitos pela organização
332: Freqüência mensal da geração e fornecimento de informações sobre o gerenciamento do valor

O autor não percebe possibilidade de consistência na associação entre as duas variáveis acima.

312: O EVA® e o acompanhamento do valor do mercado consistem nas metodologias que permitem à empresa gerenciar valor
341: Comparação e relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos documentos gerenciais são feitos, sistematicamente, pela organização

A associação entre as duas variáveis acima (312 e 341) pode sugerir que, nos casos em que exista clareza sobre qual metodologia, o acompanhamento do valor da empresa pode ser desenvolvido de maneira sistemática. No caso, não significa que a empresa se utiliza do instrumento mas sim que ele pode proporcionar a condição de gerenciamento.

342: Comparação e relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos documentos gerenciais são feitos pela organização, quando solicitados
322: O indicador financeiro de longo prazo utilizado pela organização é o fluxo de caixa

Não foi possível inferir sobre o comportamento associativo das frases acima.

Por outro lado, algumas variáveis não indicam associação significativa com qualquer outra. São elas:

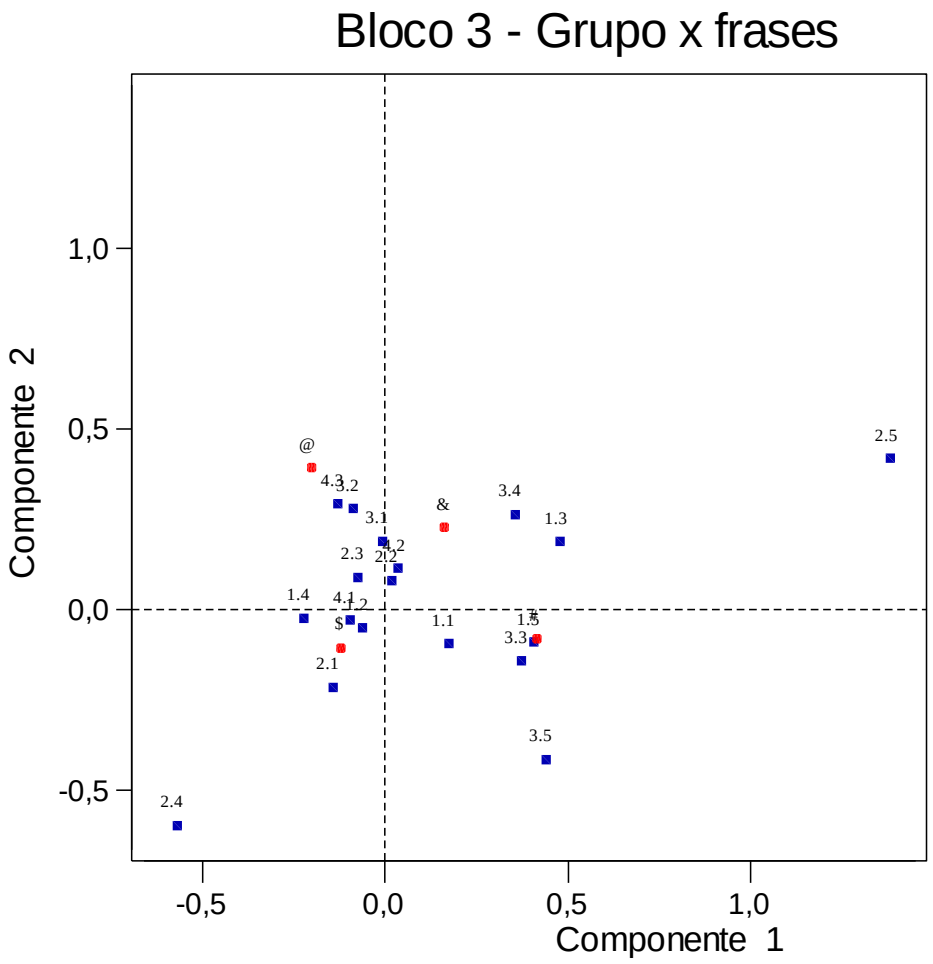
324: Outro indicador financeiro de longo prazo utilizado na empresa

325: Nenhum indicador financeiro de longo prazo é utilizado na empresa

335: Freqüência anual de informações sobre o valor da empresa

Aparentemente, a relação de indicadores financeiros de longo prazo, apresentada no questionário, cobre o espectro desejado (324 e 325). A freqüência anual das informações sobre valor da empresa também não relaciona significativamente com outra variável o que poderia significar que a demanda por informações mais freqüentes é aceita.

Figura 21. Bloco 3 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes



A análise cruzando os quadrantes com as variáveis proporciona as seguintes considerações:

Quadrante 1 (@): Tem próximo dele as variáveis:

343: Comparação e relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos documentos gerenciais não são feitos pela organização
332: Freqüência mensal da geração e fornecimento de informações sobre o gerenciamento do valor

O autor não percebe possibilidade de consistência na associação entre as duas variáveis acima.

Quadrante 2 (#): Estão próximas (315 praticamente coincidente com o ponto do quadrante):

315: Outras metodologias que permitem à empresa gerenciar valor
333: Freqüência trimestral da geração e fornecimento de informações sobre o gerenciamento do valor

Não foi possível inferir sobre a associação das frases, muito embora exista um período definido para o acompanhamento, que é o trimestre.

Quadrante 3 ($): Estão próximas:

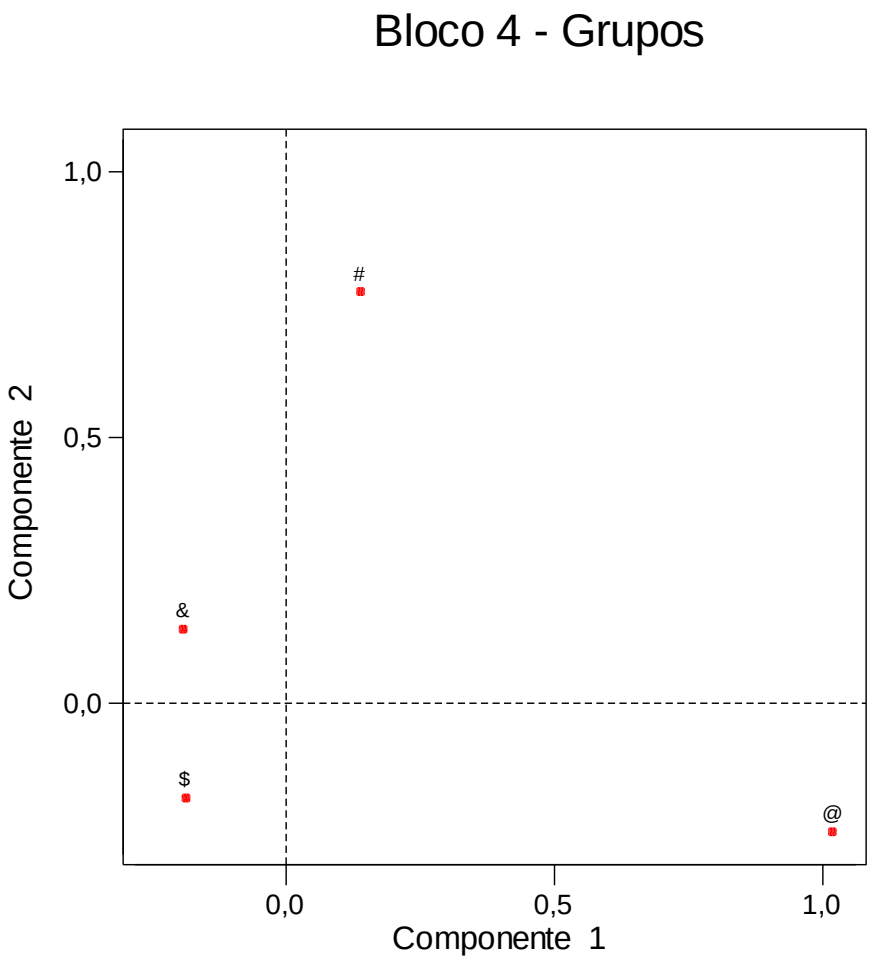
321: O Retorno sobre o investimento do sócio (lucro sobre o patrimônio líquido) **é** utilizado na organização para a empresa gerenciar valor
312: O EVA® e o acompanhamento do valor do mercado consistem nas metodologias que **permitem** à empresa gerenciar valor
341: Comparação e relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos documentos gerenciais são feitos sistematicamente pela organização

Provavelmente, as empresas que se utilizam de um instrumento, como o retorno sobre o patrimônio líquido, percebam as suas limitações e a existência de outros instrumentos disponíveis que possam parecer mais adequados. Essa percepção permite o entendimento da dificuldade no acompanhamento do mercado, daí sistematizando o acompanhamento do gerenciamento de valor.

Quadrante 4 (&): A associação com qualquer frase é relativamente distante.

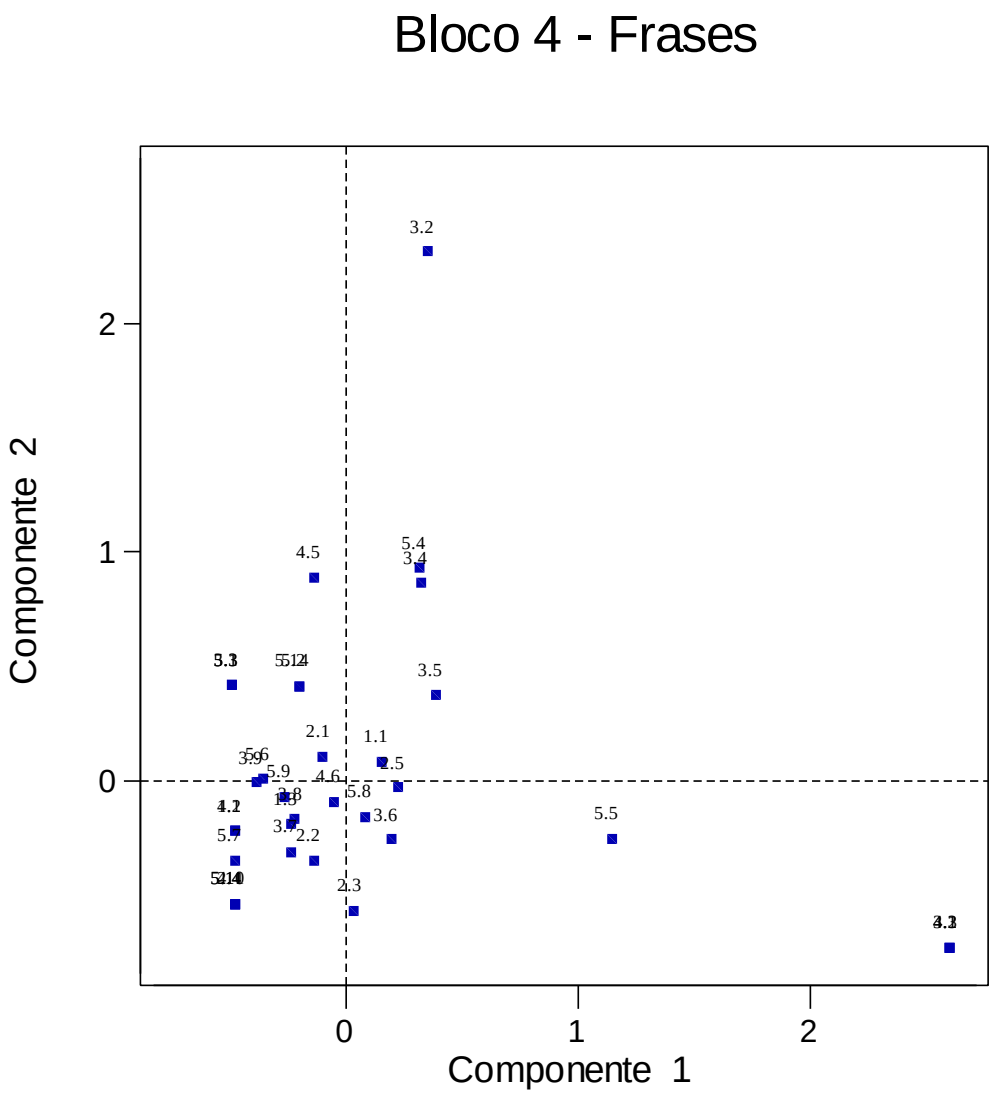
5.2.3.4.Bloco 4

Figura 22. Bloco 4 do questionário - Quadrantes do MVA®



Este bloco identifica uma certa proximidade entre os Quadrantes 3 e 4 do perfil do MVA®, o que pode indicar associação entre eles. Os demais não apresentam indícios de associação.

Figura 23. Bloco 4 do questionário - Nuvem de variáveis independentes



Analogamente aos blocos anteriores, parece ser mais fácil tratar os pontos dispersos, sem evidências de associações com outros, que seriam:

432: Número de funcionários entre 51 e 100 pessoas

455: Faturamento entre R$ 50 e 100 milhões

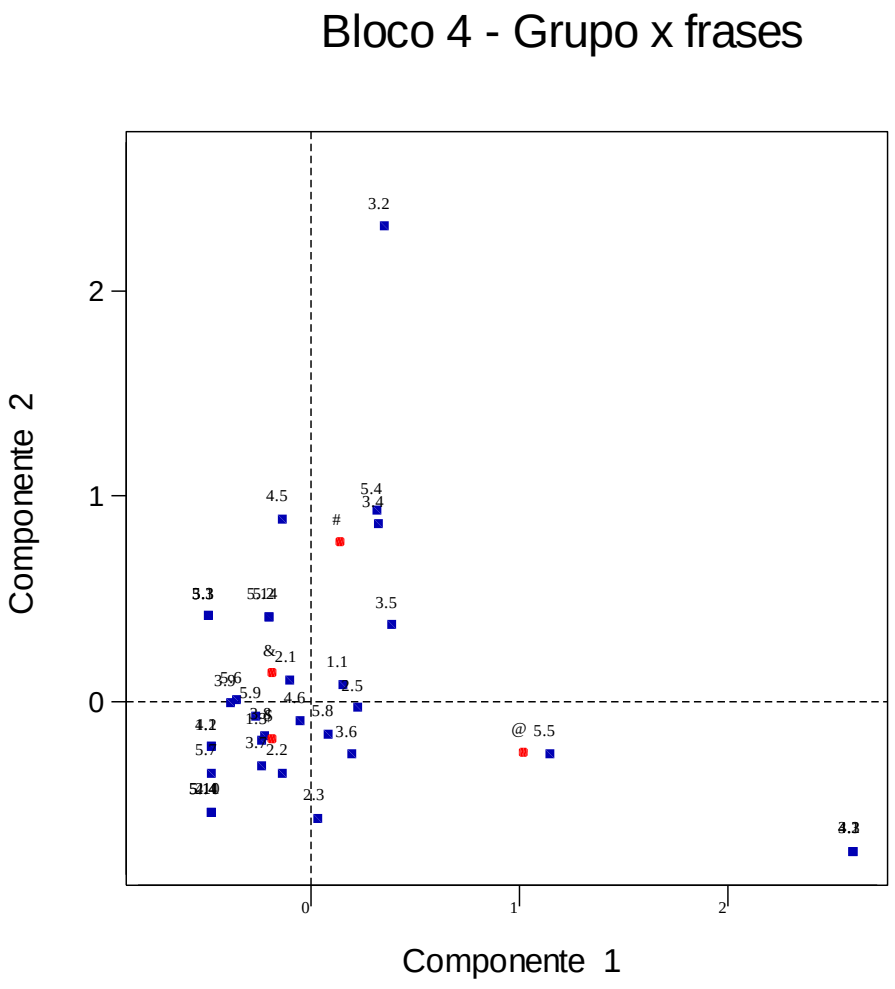
A associação acima caracteriza um dado porte (tanto medido por número de funcionários como faturamento) da entidade que não estaria sendo relacionado a nenhuma outra variável. Por outro lado, abaixo são apresentados alguns pontos associados entre si para os quais o autor não encontrou uma possível inferência.

431: Número de funcionários até 50 pessoas

442: A organização opera no mercado desde a sua fundação entre 6 e 10 anos

443: A organização opera no mercado desde a sua fundação entre 11 e 15 anos

Figura 24. Bloco 4 do questionário - Quadrantes de perfis de MVA® x Nuvem de variáveis independentes



A análise cruzando os quadrantes com as variáveis proporciona as seguintes considerações:

Quadrante 1 (@): Uma única frase parece estar associada (455**:** Faturamento entre R$ 50 e 100 milhões), o que pode indicar o porte das organizações que tem sucesso ao atingir o Quadrante 1.

Quadrante 2 (#): Duas variáveis proporcionam razoável associação ao quadrante:

434: Número de funcionários entre 251 a 500 pessoas
454: Faturamento igual a R$ 20 e menor que 50 milhões

A caracterização do porte das empresas menor do que aquele que foi demonstrado no Quadrante 1 em termos de faturamento é uma inferência possível.

Quadrante 3 ($): Percebe-se a associação de algumas variáveis em diferentes níveis:

413: Empresas multinacionais
422: O setor predominante de atuação da empresa é o comércio varejista
438: Número de funcionários entre 4001 a 8000 pessoas
446: A organização opera no mercado, desde a sua fundação, no país e em outros lugares, a mais de 30 anos

A associação das variáveis indica caracterização de organizações de grande porte com a característica multinacional e com histórico de existência significativo.

Quadrante 4 (&):Uma única frase parece estar associada (421**:** Empresa do setor industrial), o que pode indicar um momento vivido pelo setor na migração para atingir o Quadrante 1.

5.3.Análise das informações e inferências

Depois das análises feitas, é possível comentar:

5.3.1.Sobre o Quadrante 1:

Diferentemente do esperado, nenhuma variável independente foi percebida como significativa na diferenciação deste quadrante dos demais. Ao contrário, as empresas da amostra não estão preocupadas com o gerenciamento do valor, não sabem o valor da empresa, não consideram esse conceito importante e não têm claro como fazê-lo, conforme percebido na análise do Bloco 1. Na análise que busca as características das empresas (Bloco 4), ficou destacada a associação com o porte intermediário (Faturamento entre R$ 50-100 milhões e número de funcionários). O pequeno número de empresas neste quadrante (9) não proporciona condições de análises mais profundas quanto ao setor face a dispersão verificada.

5.3.2.Sobre o Quadrante 2:

Trata-se do quadrante com menores associações em relação aos demais e com empresas fortemente voltadas para dentro da própria entidade (Bloco 1), não demonstrando incorporar o mercado na análise de valor mas sim se limitar à contabilidade interna das mesmas. O porte (em termos de faturamento e número de empregados) das empresas encontradas na amostra é inferior ao Quadrante 1. No Bloco 2 a periodicidade das informações trimestrais aparece de maneira relativamente significativa como associação importante, o que pode revelar foco muito mais voltado para a compulsoriedade do que à demanda gerencial propriamente dita. O pequeno número de empresas neste quadrante (11) não

proporciona condições de análises mais profundas quanto ao setor face a dispersão verificada.

5.3.3.Sobre o Quadrante 3:

Foi o quadrante mais rico em informações e aquele em que o número de empresas aparece de forma mais significativa (45 do total de 80). Características como ter perfil com o porte mais significativo de todos, predominância multinacional e longo histórico de existência são algumas associações percebidas. Curiosamente, foi o quadrante em que os entendimentos referentes aos conceitos requeridos foram os mais adequados em termos da Gestão do Valor, seu planejamento, controle e identificação de quem deveria ser cobrado (Bloco 2).

No que se refere aos instrumentos utilizados (explorados no Bloco 3), acompanham sistematicamente a evolução do valor e, enquanto utilizam o retorno sobre o patrimônio líquido, consideram que o EVA® permite gerenciar valor, o que demonstra preocupação em identificar instrumento que possa ser considerado mais adequado do que aquele utilizado no momento em que responderam ao questionário.

Finalmente, o que se pode inferir é que é possível que as empresas do Quadrante 3 tenham consciência do que seria necessário para que pudessem ter desempenho mais adequado e, circunstancialmente, não estão sendo privilegiadas em termos de resultados, o que pode ocorrer com o passar do tempo.

5.3.4.Sobre o Quadrante 4:

O Bloco 1 mostra que, do ponto de vista dos conceitos, é o quadrante mais distante do que se poderia esperar. As empresas não priorizam a gestão de valor e só estariam preocupadas com o tema na iminência de venda das empresas, ignorando outra abordagem. Analogamente ao que foi apresentado no Bloco 2,

não conhecem o valor, não utilizam o conceito de gestão de valor, não consideram importante e não têm claro como fazê-lo. A atividade industrial aparece como associação forte.

CAPÍTULO 6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

A questão da pesquisa definida neste trabalho foi: ***existiria relacionamento entre o processo Gestão do Valor e a adequação do*** *Market Value Added* ***das empresas brasileiras com ações em bolsas de valores****?* Resultados favoráveis podem ser obtidos por quaisquer organizações, ainda que elas não tenham a preocupação de perpetuar a eficácia de forma estrutural e organizada. Isso é possível por vários motivos, dentre os quais condições de mercado e mesmo momento vivido pela organização. Contudo, o ambiente econômico globalizado exige o compromisso dos executivos no sentido de, estruturadamente, perseguir metas definidas dentro de um dado horizonte de planejamento. Nesse sentido, como resultado da pesquisa, não se pode afirmar que existam traços consistentes de gerenciamento de valor das empresas que possam ser associados com a adequação do perfil do *Market Value Added* das empresas brasileiras com ações em bolsa de valores; entretanto, provavelmente influenciada por lacuna estrutural, a migração das empresas para quadrantes de perfis menos adequados foi demonstrada no trabalho. Significa dizer que resultados favoráveis podem ser obtidos, mas a sua continuidade nem sempre será viável caso não exista uma estrutura de informações consistente apoiando o processo decisório.

Dentre os pontos percebidos na etapa de pesquisa de campo, destacam-se:

- O entendimento sobre o tema, no mercado brasileiro, é parcial e circunstancial, ainda que o reconhecimento do seu relacionamento com o mercado seja significativo e importante;
- O entendimento de que o valor da empresa é algo que deveria ser parte do processo de planejamento da organização foi observado de forma significativa;

- O relacionamento entre Gestão do Valor e acompanhamento de desempenho individual ainda é muito pouco expressivo. Significa dizer que não existe conexão, mesmo para algumas organizações que entendem o seu conceito e aplicabilidade, entre o desempenho da entidade em termos de Gestão de Valor e o desempenho individual, o que é muito grave do ponto de vista de amadurecimento gerencial; e
- A percepção de que responsabilidade em termos de Gestão do Valor deveria ser de todos os executivos da empresa, ainda que o principal executivo seja o grande responsável perante os acionistas; e
- Muito embora as técnicas de lucro residual, incluindo o EVA®, sejam consideradas eficientes, não são disseminadas no país.

Por sua vez, na etapa referente à pesquisa dos demonstrativos contábeis, para a amostra considerada, a classificação das empresas de acordo com o perfil do MVA® nos quadrantes sugeridos mostrou uma grande concentração de empresas naquele que foi conceituado como o menos adequado para o acionista controlador (56% das empresas da amostra apresentaram **valor da empresa decrescente e MVA® negativo**). No que se refere à identificação de variáveis que possam ser associadas às empresas dos extremos de adequação (Quadrantes 1 e 3), este trabalho apresenta contribuições limitadas em decorrência, principalmente, do pequeno número de entidades participantes do estudo.

Algumas variáveis, que foram fortemente rejeitadas pelos respondentes (Bloco 2), daí implicando em não-associação com qualquer dos quadrantes de perfil são apresentadas:

- Valor é aquilo que é apresentado no balanço patrimonial; e
- Remuneração variável não atrelada aos resultados financeiros.

Observa-se que a consistência entre entendimento, utilização do conceito e utilização da contabilidade não foi observada, já que o Quadrante 3, é aquele que melhor se apresenta em termos de pensar e entender de acordo com os conceitos apresentados, muito embora tenha os piores resultados em termos de valor da empresa e MVA®. Muito provavelmente, a percepção de inadequação de resultado fez com que tais empresas se preocupassem com a busca de aspectos de melhoria de estruturação da gestão do negócio, o que pode trazer resultados no longo prazo e que será possível de ser percebido com o acompanhamento dessas empresas ao longo do tempo. No sentido inverso, as empresas do Quadrante 1 não apresentam a mesma adequação de conceitos, mas, provavelmente em decorrência de oportunidades proporcionadas pelo momento vivido pela empresa e/ou setor, apresentaram resultados mais adequados. No teste feito por meio do Qui-quadrado ficou demonstrado que existe associação significativa entre o Quadrante 1 e todos os demais quando se analisa a frase "valor é aquilo que é pago pelo comprador quando a empresa é vendida". Em outras palavras, a organização só se preocupará com a Gestão de Valor quando estiver na iminência de ser vendida, o que consiste em visão que não é a mais adequada para as entidades que querem ser competitivas. Significa dizer que o óbvio não diferencia ninguém e o conteúdo da frase acima não estimula a organização a ser mais ativa e competitiva.

O ponto de vista desta pesquisa leva em conta que adequados instrumentos contábeis proporcionam apoio à tomada de decisão e, conseqüentemente, aumentam as chances de melhor desempenho perpetuado no longo prazo. Profissionais, conceitos, sistemas e procedimentos, de maneira coordenada, podem otimizar os resultados econômicos que serão refletidos no mercado desde, que uma razoável comunicação seja estabelecida. Dessa maneira, a expressão Gestão do Valor implica em uma Contabilidade Gerencial que traga o adequado apoio à tomada de decisão.

A pesquisa em questão mostra que existem vários aspectos significativos que merecem ser aprofundados por meio de novos projetos. Dentre eles, alguns devem ser enfatizados:

- Acompanhamento da migração das empresas ao longo dos quadrantes de perfil;
- Análise do gerenciamento de valor envolvendo não só empresas com ações em bolsa de valores; e
- Identificação dos instrumentos gerenciais disponíveis para gerenciar valor e a hierarquia de disponibilidade. Exemplo: uma empresa que não tenha um orçamento consolidado não vai desenvolver a atividade de gerenciamento de valor.

ANEXO A

Questionário da pesquisa de campo

São Paulo, 23 de março de 1999

Ao sr
SSSSSSS
DFDFDD
SSSSSSS

Prezado senhor (a)

Este questionário faz parte de um projeto de pesquisa desenvolvido dentro do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA USP, tendo por objetivo estudar o tema **VALOR DA EMPRESA,** tendo finalidades estritamente acadêmicas e perseguindo a identificação do **entendimento, postura e necessidades** das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores, no que se refere a gerenciamento do valor da empresa frente aos desafios do mercado globalizado. As informações individualizadas das empresas são consideradas sigilosas e não serão, em qualquer hipótese, divulgadas. Por outro lado, as organizações que responderem ao questionário, além de estarem contribuindo para o ambiente acadêmico e de negócios, terão os **seguintes benefícios**:

a) Poderão receber **sumário da pesquisa**, com as principais conclusões;
b) Serão convidadas para **workshop gratuito** em São Paulo, no segundo semestre de 1999, para receberem informações sobre a pesquisa;
c) Poderão receber **relatório de resultados** da sua organização, sob a ótica da avaliação do MVA® (*Market Value Added*), referente ao período pesquisado, desde que a ação tenha movimentações significativas no mercado.

Tendo em vista dificuldades na identificação do respondente adequado, este questionário foi enviado à sua pessoa, sendo solicitado que o encaminhe à área adequada, sendo que, aparentemente, o questionário deveria ser preenchido e devolvido, preferencialmente, pelo **principal executivo financeiro da organização**, por meio de envelope de retorno já preenchido e selado, o mais rápido possível**.** Caso queira enviar o questionário pela **Internet**, ele está disponível no seguinte endereço: www.eac.fea.usp.br/eac/efi110.htm**,** item **Questionário.**

Em caso de dúvidas, eu me coloco à disposição para qualquer tipo de esclarecimento que se faça necessário, a partir das seguintes formas:

Fone: 011 818 58 20 ramal 157
Endereço: Av.Prof.Luciano Gualberto, 908, FEA3, Depto.Contabilidade e Atuária, sala 232, Cidade Universitária, São Paulo, CEP 05508 900
e-mail: frezatti@usp.br

Antecipadamente agradeço pela colaboração.
Atenciosamente.

Fábio Frezatti

Coordenador da pesquisa

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

Pesquisa sobre: "**Posturas, conceitos e práticas no gerenciamento de valor nas empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores"**

Projeto: **"Análise do impacto da contabilidade no gerenciamento do valor de empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores**"

Coordenador: Fábio Frezatti

1999

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo
CARTA-RESPOSTA

Caso queira receber o **sumário das conclusões** e/ou ser convidado para o **workshop gratuito** sobre o tema e/ou receber o **relatório de resultados**, favor preencher e enviar esta carta-resposta junto com o questionário ou, caso prefira, pela Internet, bastando preencher os campo abaixo:

Marcar com um "x" a alternativa desejada:

( ) Quero receber o sumário das conclusões
( ) Quero ser convidado para o workshop
( ) Quero receber o relatório de resultados

Empresa:_____

Nome de quem respondeu a pesquisa:
_____

Endereço em que deseja receber a pesquisa:
_____
E-mail para recebimento de arquivo:

Fone :_____

Fax :_____

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

INSTRUÇÕES PARA O PREECHIMENTO DO QUESTIONÁRIO

O questionário foi desenvolvido com o objetivo de identificar utilização ou não do conceito de valor no gerenciamento dos negócios. Na sua construção foram consideradas perguntas, predominantemente, de múltipla-escolha, o que deve facilitar a resposta; contudo, em alguns casos, as respostas podem ser apresentadas sob a forma de resposta aberta, dentro do item **Outros.** Caso o respondente queira fazer qualquer tipo de comentário sobre a pesquisa, sugestão ou mesmo entendimento, pode utilizar o campo **Comentários** existente em todos os blocos.

As perguntas foram agrupadas em blocos em função das diferentes naturezas:

Bloco 1: Entendimento da organização sobre o tema valor
Bloco 2: Utilidade percebida do valor da empresa
Bloco 3: Utilidade da contabilidade para o gerenciamento de valor
Bloco 4: Perfil da organização
Bloco 5: Perfil do respondente

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

Bloco 1: Entendimento da organização sobre o tema valor

Levando em conta que mais de uma alternativa pode ser escolhida, assinale com "x" aquela (s) que represente (m) a (s) resposta (s) adequada (s), ou aquela (s) que mais se dela (s) se aproxime (m):

1.O que a organização entende por valor?

(1.1.1) Aquilo que deveria ser pago pelo comprador caso a empresa fosse vendida
(1.1.2) Aquilo a empresa vale para o acionista, em dado momento
(1.1.3) Aquilo que é apresentado no balanço patrimonial gerencial
(1.1.4) Outra conceituação (especifique)
_____
_____
Comentários:_____

2.Valor é um conceito relacionado:

(1.2.1) Ao mercado
(1.2.2) Ao que a contabilidade reflete no balanço patrimonial
(1.2.3) A uma avaliação específica feita por especialistas externos
(1.2.4) Outro (especifique) _____

Comentários:_____

3.Que tipo de decisões podem afetar o valor da empresa?

(1.3.1) Resultado apurado no período por meio da demonstração de resultados gerencial
(1.3.2) Gerenciamento dos investimentos (tanto no Ativo Permanente como Capital de giro)
(1.3.3) Gerenciamento das taxas de financiamento (tanto capital próprio como de 3os.)
(1.3.4) Outras (especifique)_____

Comentários:_____

4.Em caso de existirem programas de remuneração variável para os funcionários, estão relacionados com:

(1.4.1) Geração do lucro gerencial do período definido (trimestre, semestre ou ano)
(1.4.2) Geração de caixa no período definido (trimestre, semestre, ano)
(1.4.3) *Economic value added* (EVA) positivo produzido no período definido (trimestre, semestre ou ano)
(1.4.4) Aumento do valor da empresa no período definido (trimestre, semestre ou ano)
(1.4.5) Não existem programas de remuneração variável
(1.4.6) Não estão atrelados a resultados financeiros

Comentários:_____

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

Bloco 2: Utilidade percebida do valor da empresa

Levando em conta que mais de uma alternativa pode ser escolhida, assinale com "x" aquela (s) que represente (m) a (s) resposta (s) adequada (s), ou aquela (s) que mais se dela (s) se aproxime (m):

1.O valor da empresa aumentou em algum ano do período 1994-1997?

(2.1.1) Sim
(2.1.2) Não
(2.1.3) Não identificado

Comentários:_____

2.Valor da empresa é um conceito que a sua organização utiliza para:

(2.2.1) Avaliação do desempenho dos executivos
(2.2.2) Análise de possibilidade de venda da empresa
(2.2.3) Comparação com outras empresas do mercado
(2.2.4) Elaboração e acompanhamento do plano de negócios
(2.2.5) Não utiliza
( ) Outras (especifique) _____

Comentários:_____

3.Caso tenha respondido "*Não utiliza*" na questão anterior, as razões seriam:

(2.3.1) Não considera importante
(2.3.2) Não tem claro como fazê-lo
(2.3.3) Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem recursos materiais para tal
(2.3.4) Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem sistemas de informações para tal
(2.3.5) Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem profissionais habilitados para tal
(2.3.6) Embora considere importante e saiba como fazê-lo, não tem tempo para tal
(2.3.7) Embora considere importante e saiba como fazê-lo, por ser uma subsidiária, não existe tal necessidade

Comentários:_____

Se você respondeu a questão 3, vá para a questão 5.

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

4.Quem é cobrado pelo desempenho do gerenciamento do valor da empresa?

(2.4.1) O Presidente da empresa
(2.4.2) Todos os executivos
(2.4.3) Só o executivo financeiro
( ) Outros (especifique)_____
( ) Ninguém

Comentários:_____

5.Quem DEVERIA se preocupar com o gerenciamento do valor da empresa?

(2.5.1) Só o acionista
(2.5.2) O acionista e todos os executivos
(2.5.3) Só o executivo financeiro
(2.5.4)Outros (especifique) _____
(2.5.5) Ninguém

Comentários:_____

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

Bloco 3: Utilidade da contabilidade para o gerenciamento de valor

Levando em conta que mais de uma alternativa pode ser escolhida, assinale com "x" aquela (s) que represente (m) a (s) resposta (s) adequada (s), ou aquela (s) que mais se dela (s) se aproxime (m):

1.Que metodologia permite à empresa gerenciar valor?

(3.1.1) Apuração do lucro gerencial pelo FASB, correção integral ou similar
(3.1.2) Apuração do EVA (*Economic value added*) e MVA® (*Market value added*) e acompanhamento do valor de mercado da ação
(3.1.3) Resultado apurado para atender o imposto de renda
(3.1.4) Apuração do caixa gerado em um dado horizonte
(3.1.5)Outras (especifique)_____

Comentários:_____

2.Que indicador financeiro de longo prazo é utilizado na organização?

(3.2.1) Retorno sobre o investimento (lucro líquido gerencial sobre o investimento)
(3.2.2) Fluxo de caixa gerado
(3.2.3) *Economic value added* ou outro método de valor residual assemelhado
(3.2.4)Outro (especifique) _____
(3.2.5) Nenhum

Comentários:_____

3.Qual a freqüência da geração e fornecimento das informações sobre o valor da empresa?

(3.3.1) Não recebo (3.3.2) Mensal (3.3.3)Trimestral (3.3.4) Semestral (3.3.5)Anual

Comentários:_____

4.A comparação e o relacionamento entre valor de mercado e informações provenientes dos demonstrativos contábeis gerenciais são feitos pela organização?

(3.4.1) Sim, sistematicamente
(3.4.2) Sim, quando solicitado
(3.4.3) Não é feita

Comentários:_____

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

Bloco 4: Perfil da empresa

Levando em conta que mais de uma alternativa pode ser escolhida, assinale com "x" aquela (s) que represente (m) a (s) resposta (s) adequada (s), ou aquela (s) que mais se dela (s) se aproxime (m):

1.A sua empresa em termos de origem do controle acionário é:

(4.1.1) Nacional privada
(4.1.2) Nacional estatal
(4.1.3) Multinacional
(4.1.4)Outro. Especifique _____

2.O setor de atuação da empresa é, predominantemente:

(4.2.1) Industrial
(4.2.2) Comércio - Varejista
(4.2.3) Comércio – Outros
(4.2.4) Serviços – financeiros
(4.2.5) Serviços – não financeiros

3.O número de funcionários da organização se enquadra:

(4.3.1) Até 50 (4.3.2) De 51 a 100 (4.3.3) De 101 a 250
(4.3.4) De 251 a 500 (4.3.5) De 501 a 1000 (4.3.6) De 1001 e 2000
(4.3.7) De 2001 e 4000 (4.3.8) De 4001 a 8000 (4.3.9) Mais de 8001

4.A organização opera no mercado, desde a sua fundação, no país e outros lugares:

(4.4.1)Até 5 anos (4.4.2)Entre 6 e 10 anos (4.4.3)Entre 11 e 15 anos
(4.4.4)Entre 16 e 20 anos (4.4.5)Entre 21 a 30 anos (4.4.6) Mais de 30 anos

5.O faturamento líquido de impostos/ano se enquadra na faixa de:

(4.5.1) Menor que R$ 1 milhão (4.5.2) Igual a R$ 1 milhão e menor que 10 milhões
(4.5.3) Igual a R$ 10 milhões e menor que 20 milhões (4.5.4) Igual a R$ 20 milhões e menor que 50 milhões
(4.5.5)Igual a R$ 50 milhões e menor que 100 milhões (4.5.6)Igual a R$100 milhões e menor que 200 milhões
(4.5.7) Igual a R$ 200 milhões e menor que 500 milhões (4.5.8) Igual a R$ 500 milhões e menor que 1 bilhão
(4.5.9) Igual a R$ 1bilhão e menor que 5 bilhões (4.5.10) Igual a R$ 5 bilhões e menor que 10 bilhões
(4.5.11) Igual a R$ 10 bilhões e menor que 20 bilhões (4.5.12) Igual a R$ 20 bilhões e menor que 30 bilhões
(4.5.13) Igual a R$ 30 bilhões e menor que 50 bilhões (4.5.14) Maior que R$ 50 bilhões

ANEXO A - Questionário da pesquisa de campo

Bloco 5: Perfil do respondente

Assinale com “x” aquela que represente a resposta adequada, ou aquela que mais se dela se aproxime:

1.O seu cargo na empresa corresponde a

(5.1.1) Presidência (5.1.2) Diretoria (5.1.3) Gerência (5.1.4) Outro (especifique) _____

2.Sua distância em relação ao presidente/gerente geral é de:

(5.2.1) Nenhum nível hierárquico (5.2.2) Um nível hierárquico
(5.2.3) Dois níveis hierárquicos (5.2.4) Mais de dois níveis

3.A faixa etária do respondente deste questionário é de:

(5.3.1) Até 25 anos (5.3.2) Entre 26 a 35 anos (5.3.3) Entre 36 a 45 anos
(5.3.4) Entre 46 a 55 anos (5.3.5) Entre 56 a 65 anos (5.3.6) Mais que 65 anos

4.O respondente deste questionário está ocupando o cargo a:

(5.4.1) Menos de 1 ano (5.4.2) Mais de 1 e menos de 5 anos (5.4.3) Mais de 5 anos

5.O respondente deste questionário, quanto à sua formação básica (inicial):
(Quando for o caso pode ser apontado mais de uma)

(5.5.1) Até o segundo grau
(5.5.2) Administração de empresas
(5.5.3) Economia
(5.5.4) Contabilidade
(5.5.5) Engenharia
(5.5.6) Química
(5.5.7)Outra (especificar):_____

ANEXO B

Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
3	**MVA**		(410.892)		negativo	3
	Valor de Mercado	92.937	37.626	0,40	decrescente	
	Capital Investido	692.667	448.518			
9	**MVA**	(171.292)	(137.462)		negativo	2
	Valor de Mercado	67.069	71.101	1,06	crescente	
	Capital Investido	238.361	208.563			
12	**MVA**	(30.424)	(81.097)		negativo	3
	Valor de Mercado	205.529	143.712	0,70	decrescente	
	Capital Investido	235.953	224.809			
13	**MVA**	(85.775)	(62.711)		negativo	2
	Valor de Mercado	14.504	29.285	2,02	crescente	
	Capital Investido	100.279	91.996			
33	**MVA**	(105.620)	(125.071)		negativo	3
	Valor de Mercado	37.929	10.472	0,28	decrescente	
	Capital Investido	143.549	135.543			
34	**MVA**	(20.025)	(25.493)		negativo	3
	Valor de Mercado	4.286	4.160	0,97	decrescente	
	Capital Investido	24.311	29.653			
38	**MVA**	(38.531)	(24.545)		negativo	2
	Valor de Mercado	21.124	23.258	1,10	crescente	
	Capital Investido	59.655	47.803			
60	**MVA**	1.062.273	1.045.732		positivo	4
	Valor de Mercado	1.071.081	1.056.132	0,99	decrescente	
	Capital Investido	8.808	10.400			
70	**MVA**	19.376.260	5.863.679		positivo	4
	Valor de Mercado	19.412.369	5.900.109	0,30	decrescente	
	Capital Investido	36.109	36.430			
72	**MVA**	(762.171)	(916.024)		negativo	3
	Valor de Mercado	228.173	95.406	0,42	decrescente	
	Capital Investido	990.344	1.011.430			
74	**MVA**	317.008	621.362		positivo	1
	Valor de Mercado	439.461	834.774	1,90	crescente	
	Capital Investido	122.453	213.412			
89	**MVA**	81	13.749		positivo	1
	Valor de Mercado	2.835	5.763	2,03	crescente	
	Capital Investido	2.753	(7.986)			

ANEXO B - Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
104	**MVA**	(39.128)	(337.678)		negativo	3
	Valor de Mercado	374.229	94.026	0,25	decrescente	
	Capital Investido	413.357	431.704			
105	**MVA**	(78.306)	(104.369)		negativo	3
	Valor de Mercado	97.464	63.721	0,65	decrescente	
	Capital Investido	175.770	168.090			
115	**MVA**	(18.387.660)	(24.009.065)		negativo	3
	Valor de Mercado	7.378.793	2.182.185	0,30	decrescente	
	Capital Investido	25.766.453	26.191.250			
120	**MVA**	87.118	34.835		positivo	4
	Valor de Mercado	87.118	34.835	0,40	decrescente	
	Capital Investido	-	-			
139	**MVA**	(53.472)	(77.849)		negativo	3
	Valor de Mercado	18.813	6.702	0,36	decrescente	
	Capital Investido	72.285	84.551			
140	**MVA**	(49.200)	(169.863)		negativo	3
	Valor de Mercado	233.017	156.515	0,67	decrescente	
	Capital Investido	282.217	326.378			
166	**MVA**	162.030	200.167		positivo	4
	Valor de Mercado	213.109	200.167	0,94	decrescente	
	Capital Investido	51.079	-			
174	**MVA**	4.881.899	4.870.173		positivo	4
	Valor de Mercado	6.295.062	6.124.023	0,97	decrescente	
	Capital Investido	1.413.163	1.253.850			
176	**MVA**	3.849.324	49.205.740		positivo	1
	Valor de Mercado	4.047.369	49.397.280	12,20	crescente	
	Capital Investido	198.045	191.540			
177	**MVA**	110.544	(13.293)		negativo	3
	Valor de Mercado	185.671	87.334	0,47	decrescente	
	Capital Investido	75.127	100.627			
180	**MVA**	(22.011)	(15.345)		negativo	2
	Valor de Mercado	1.583	2.342	1,48	crescente	
	Capital Investido	23.594	17.687			
184	**MVA**	188.893.763	(54.636.117)		negativo	3
	Valor de Mercado	269.915.376	15.099.764	0,06	decrescente	
	Capital Investido	81.021.613	69.735.881			

ANEXO B - Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
188	**MVA**	(428.563)	(555.209)		negativo	3
	Valor de Mercado	271.894	205.670	0,76	decrescente	
	Capital Investido	700.457	760.879			
196	**MVA**	654.325	(541.349)		negativo	3
	Valor de Mercado	1.662.557	961.007	0,58	decrescente	
	Capital Investido	1.008.232	1.502.356			
197	**MVA**	(637.296)	(1.485.667)		negativo	3
	Valor de Mercado	868.053	248.528	0,29	decrescente	
	Capital Investido	1.505.349	1.734.195			
211	**MVA**	19.396	6.876		positivo	4
	Valor de Mercado	30.216	6.876	0,23	decrescente	
	Capital Investido	10.820	-			
225	**MVA**	(339.338)	(366.372)		negativo	2
	Valor de Mercado	553.906	554.258	1,00	crescente	
	Capital Investido	893.244	920.630			
231	**MVA**	(130.787)	(87.562)		negativo	3
	Valor de Mercado	57.599	52.438	0,91	decrescente	
	Capital Investido	188.386	140.000			
233	**MVA**	(1.445.212)	(2.174.995)		negativo	3
	Valor de Mercado	1.100.805	599.082	0,54	decrescente	
	Capital Investido	2.546.017	2.774.077			
238	**MVA**	2.343.055	3.333.074		positivo	1
	Valor de Mercado	2.859.863	4.131.213	1,44	crescente	
	Capital Investido	516.808	798.139			
239	**MVA**	(81.432)	(243.118)		negativo	3
	Valor de Mercado	133.210	8.370	0,06	decrescente	
	Capital Investido	214.642	251.488			
241	**MVA**	44.671	29.610		positivo	4
	Valor de Mercado	94.000	82.822	0,88	decrescente	
	Capital Investido	49.328	53.212			
248	**MVA**	(283.262)	(309.394)		negativo	3
	Valor de Mercado	54.904	43.869	0,80	decrescente	
	Capital Investido	338.166	353.263			
255	**MVA**	372.260	286.213		positivo	4
	Valor de Mercado	400.092	316.092	0,79	decrescente	
	Capital Investido	27.832	29.879			
259	**MVA**	(366.193)	342.246		positivo	4
	Valor de Mercado	380.186	342.246	0,90	decrescente	
	Capital Investido	746.379	-			

ANEXO B - Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
262	**MVA**	(418.838)	(308.608)		negativo	3
	Valor de Mercado	116.630	62.581	0,54	decrescente	
	Capital Investido	535.468	371.189			
260	**MVA**	5.597.832	5.597.711		positivo	1
	Valor de Mercado	5.600.758	5.600.758	1,00	crescente	
	Capital Investido	2.926	3.047			
263	**MVA**	(129.711)	(891.277)		negativo	3
	Valor de Mercado	917.651	422.810	0,46	decrescente	
	Capital Investido	1.047.362	1.314.087			
276	**MVA**	(54.897)	(61.937)		negativo	3
	Valor de Mercado	27.273	18.854	0,69	decrescente	
	Capital Investido	82.170	80.791			
282	**MVA**	(485.140)	262.904		positivo	4
	Valor de Mercado	763.836	262.904	0,34	decrescente	
	Capital Investido	1.248.976	-			
294	**MVA**	1.753.930	(3.975.271)		negativo	3
	Valor de Mercado	4.815.150	1.787.745	0,37	decrescente	
	Capital Investido	3.061.220	5.763.016			
298	**MVA**	(488.914)	(561.003)		negativo	3
	Valor de Mercado	402.015	364.859	0,91	decrescente	
	Capital Investido	890.929	925.862			
301	**MVA**	55.440	(11.427)		negativo	3
	Valor de Mercado	152.195	79.519	0,52	decrescente	
	Capital Investido	96.755	90.946			
307	**MVA**	(36.883)	(155.532)		negativo	3
	Valor de Mercado	241.692	161.155	0,67	decrescente	
	Capital Investido	278.575	316.687			
311	**MVA**	(476.565)	(519.317)		negativo	3
	Valor de Mercado	144.109	77.265	0,54	decrescente	
	Capital Investido	620.674	596.582			
313	**MVA**	(96.199)	(170.877)		negativo	3
	Valor de Mercado	181.711	163.989	0,90	decrescente	
	Capital Investido	277.910	334.866			
314	**MVA**	(16.243)	(56.970)		negativo	3
	Valor de Mercado	113.832	80.358	0,71	decrescente	
	Capital Investido	130.075	137.328			

ANEXO B - Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
315	**MVA**	(81.338)	(34.836)		negativo	2
	Valor de Mercado	4.557	4.557	1,00	crescente	
	Capital Investido	85.895	39.393			
316	**MVA**	13.091	11.327		positivo	1
	Valor de Mercado	32.081	34.529	1,08	crescente	
	Capital Investido	18.990	23.202			
340	**MVA**	(446.693)	(1.037.986)		negativo	3
	Valor de Mercado	984.770	622.458	0,63	decrescente	
	Capital Investido	1.431.463	1.660.444			
349	**MVA**	(561.934)	206.925		positivo	4
	Valor de Mercado	1.059.837	206.925	0,20	decrescente	
	Capital Investido	1.621.770	-			
355	**MVA**	41.775	(1.644.280)		negativo	3
	Valor de Mercado	1.627.287	605.594	0,37	decrescente	
	Capital Investido	1.585.512	2.249.874			
358	**MVA**	(424.012)	(922.839)		negativo	3
	Valor de Mercado	426.707	202.227	0,47	decrescente	
	Capital Investido	850.719	1.125.066			
364	**MVA**	(236.588)	(370.650)		negativo	3
	Valor de Mercado	209.503	111.548	0,53	decrescente	
	Capital Investido	446.091	482.198			
365	**MVA**	(10.506.936)	(23.314.007)		negativo	3
	Valor de Mercado	25.428.849	12.852.840	0,51	decrescente	
	Capital Investido	35.935.785	36.166.847			
370	**MVA**	(4.060.748)	(4.424.406)		negativo	3
	Valor de Mercado	1.133.469	935.023	0,82	decrescente	
	Capital Investido	5.194.217	5.359.429			
381	**MVA**	(200.836)	(192.020)		negativo	3
	Valor de Mercado	17.762	14.899	0,84	decrescente	
	Capital Investido	218.598	206.919			
387	**MVA**	9.023	(149.433)		negativo	3
	Valor de Mercado	639.672	437.482	0,68	decrescente	
	Capital Investido	630.649	586.915			
406	**MVA**	(55.817)	2.398		positivo	4
	Valor de Mercado	3.151	2.398	0,76	decrescente	
	Capital Investido	58.967	-			

ANEXO B - Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
407	**MVA**	42.704	7.297		positivo	4
	Valor de Mercado	95.244	27.792	0,29	decrescente	
	Capital Investido	52.540	20.495			
409	**MVA**	(553.808)	(567.524)		negativo	3
	Valor de Mercado	85.503	79.062	0,92	decrescente	
	Capital Investido	639.311	646.586			
410	**MVA**	(7.157)	(6.568)		negativo	2
	Valor de Mercado	274	274	1,00	crescente	
	Capital Investido	7.431	6.842			
415	**MVA**	(6.527.156)	3.037.895		positivo	4
	Valor de Mercado	7.381.049	3.037.895	0,41	decrescente	
	Capital Investido	13.908.205	-			
416	**MVA**	(730.086)	(836.280)		negativo	2
	Valor de Mercado	200.572	531.508	2,65	crescente	
	Capital Investido	930.657	1.367.788			
428	**MVA**	(30.605)	(22.445)		negativo	2
	Valor de Mercado	1.065	4.660	4,38	crescente	
	Capital Investido	31.670	27.105			
434	**MVA**	(30.954)	(37.814)		negativo	3
	Valor de Mercado	25.202	24.953	0,99	decrescente	
	Capital Investido	56.156	62.767			
436	**MVA**	(85.590)	(157.771)		negativo	3
	Valor de Mercado	240.508	104.524	0,43	decrescente	
	Capital Investido	326.098	262.295			
446	**MVA**	1.309.836	790.060		positivo	4
	Valor de Mercado	2.985.353	2.611.055	0,87	decrescente	
	Capital Investido	1.675.517	1.820.995			
458	**MVA**	(81.580)	(87.632)		negativo	2
	Valor de Mercado	27.706	27.706	1,00	crescente	
	Capital Investido	109.286	115.338			
463	**MVA**	33.884	64.948		positivo	1
	Valor de Mercado	138.746	171.510	1,24	crescente	
	Capital Investido	104.862	106.562			
481	**MVA**	226.984	(1.823.162)		negativo	3
	Valor de Mercado	3.316.562	672.162	0,20	decrescente	
	Capital Investido	3.089.578	2.495.324			
490	**MVA**	(1.947.885)	632.479		positivo	1
	Valor de Mercado	-	2.734.717	#DIV/0!	crescente	
	Capital Investido	1.947.885	2.102.238			

ANEXO B - Apuração do MVA® e classificação nos quadrantes

Número de identificação das empresas	Variáveis				Categoria	Quadrante
	Descrição	Dec-97	Dec-98	Dez98/Dez97	MVA/Valor	
		10.251	*7.410*	*0,72*		
495	**MVA**	(22.894)	(43.061)		negativo	3
	Valor de Mercado	28.606	17.018	0,59	decrescente	
	Capital Investido	51.500	60.079			
496	**MVA**	(50.607)	(341.099)		negativo	2
	Valor de Mercado	56.983	63.175	1,11	crescente	
	Capital Investido	107.590	404.274			
503	**MVA**	10.404	(8.437)		negativo	3
	Valor de Mercado	79.085	68.095	0,86	decrescente	
	Capital Investido	68.681	76.532			
509	**MVA**	(4.564.239)	(8.444.637)		negativo	3
	Valor de Mercado	9.274.205	5.770.204	0,62	decrescente	
	Capital Investido	13.838.444	14.214.841			
517	**MVA**	(58.636)	(213.464)		negativo	3
	Valor de Mercado	299.342	241.879	0,81	decrescente	
	Capital Investido	357.977	455.343			
520	**MVA**	11.145	38.796		positivo	1
	Valor de Mercado	716	32.361	45,22	crescente	
	Capital Investido	(10.429)	(6.435)			

Número de empresas quadrante 1	9
Número de empresas quadrante 2	11
Número de empresas quadrante 3	45
Número de empresas quadrante 4	15

ANEXO C

RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA BLOCO 1

Analysis of Contingency Table

Axis	Inertia	Proportion	Cumulative	Histogram
1	0,0463	0,4597	0,4597	**********
2	0,0367	0,3644	0,8241	**********
3	0,0177	0,1759	1,0000	**********
Total	0,1006			

Row Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	@	0,847	0,109	0,316	0,437	0,655	0,450	0,237	0,192	0,166
2	#	0,599	0,144	0,236	0,295	0,526	0,271	-0,110	0,073	0,047
3	$	0,886	0,560	0,151	-0,090	0,296	0,097	-0,127	0,591	0,245
4	&	0,947	0,188	0,297	-0,212	0,283	0,182	0,325	0,665	0,541

Column Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	1.1	0,841	0,090	0,095	0,199	0,372	0,077	0,223	0,469	0,122
2	1.2	0,428	0,118	0,012	-0,055	0,300	0,008	-0,036	0,128	0,004
3	1.3	0,998	0,012	0,191	1,279	0,988	0,409	0,132	0,011	0,006
4	1.4	0,778	0,012	0,090	-0,416	0,221	0,043	-0,661	0,557	0,138
5	2.1	0,795	0,146	0,011	0,004	0,002	0,000	0,078	0,793	0,024
6	2.2	0,870	0,021	0,015	0,190	0,486	0,016	-0,169	0,385	0,016
7	2.3	0,852	0,058	0,079	0,163	0,195	0,033	-0,300	0,657	0,142
8	2.4	0,405	0,009	0,081	-0,254	0,073	0,013	0,541	0,332	0,074
9	3.1	0,988	0,097	0,038	0,193	0,954	0,078	-0,037	0,035	0,004
10	3.2	0,781	0,120	0,027	-0,129	0,745	0,044	0,029	0,037	0,003
11	3.3	0,943	0,072	0,049	-0,217	0,688	0,073	-0,132	0,255	0,034
12	3.4	0,999	0,025	0,016	-0,187	0,567	0,019	0,163	0,431	0,018
13	4.1	0,896	0,106	0,045	0,060	0,085	0,008	-0,185	0,810	0,100
14	4.2	0,995	0,035	0,059	-0,324	0,609	0,079	0,258	0,386	0,063
15	4.3	0,066	0,014	0,027	-0,103	0,054	0,003	0,048	0,012	0,001
16	4.4	0,946	0,025	0,045	-0,409	0,945	0,092	-0,010	0,001	0,000
17	4.5	0,059	0,030	0,027	0,053	0,032	0,002	0,049	0,027	0,002
18	4.6	0,975	0,009	0,094	-0,089	0,008	0,002	0,993	0,968	0,249

ANEXO D

RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA BLOCO 2

Analysis of Contingency Table

Axis	Inertia	Proportion	Cumulative	Histogram
1	0,0848	0,6217	0,6217	**********
2	0,0301	0,2205	0,8422	**********
3	0,0215	0,1578	1,0000	*******
Total	0,1363			

Row Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	@	0,646	0,118	0,171	-0,031	0,005	0,001	0,356	0,641	0,497
2	#	1,000	0,143	0,512	-0,692	0,978	0,806	-0,104	0,022	0,052
3	$	0,981	0,568	0,170	0,168	0,693	0,190	-0,108	0,287	0,222
4	&	0,359	0,171	0,147	0,040	0,013	0,003	0,201	0,345	0,230

Column Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	1.1	0,974	0,143	0,029	0,157	0,879	0,041	-0,051	0,095	0,013
2	1.2	0,959	0,016	0,222	-1,335	0,919	0,328	0,280	0,040	0,041
3	1.3	0,785	0,013	0,003	-0,102	0,324	0,002	0,122	0,461	0,007
4	2.1	0,884	0,036	0,026	0,268	0,732	0,030	-0,122	0,152	0,018
5	2.2	0,992	0,040	0,015	0,037	0,028	0,001	0,220	0,965	0,064
6	2.3	0,340	0,078	0,012	-0,076	0,280	0,005	-0,035	0,060	0,003
7	2.4	0,787	0,098	0,012	0,099	0,603	0,011	-0,055	0,184	0,010
8	2.5	0,117	0,022	0,041	-0,150	0,089	0,006	-0,085	0,028	0,005
9	3.1	0,981	0,009	0,022	0,296	0,263	0,009	0,490	0,718	0,071
10	3.2	0,311	0,011	0,075	-0,287	0,090	0,011	0,451	0,221	0,075
11	3.3	1,000	0,002	0,098	-2,378	0,940	0,149	-0,602	0,060	0,027
12	3.4	1,000	0,004	0,084	0,014	0,000	0,000	1,605	1,000	0,382
13	3.5	0,998	0,009	0,029	-0,443	0,443	0,021	0,496	0,555	0,073
14	3.6	0,161	0,178	0,003	0,012	0,068	0,000	0,014	0,093	0,001
15	3.7	1,000	0,002	0,098	-2,378	0,940	0,149	-0,602	0,060	0,027
16	4.1	1,000	0,031	0,022	0,255	0,673	0,024	-0,177	0,327	0,033
17	4.2	0,842	0,138	0,002	0,041	0,836	0,003	-0,003	0,006	0,000
18	4.4	1,000	0,002	0,098	-2,378	0,940	0,149	-0,602	0,060	0,027
19	4.5	0,993	0,004	0,039	-0,900	0,678	0,043	-0,613	0,315	0,056
20	5.1	0,952	0,002	0,012	0,578	0,439	0,009	-0,625	0,513	0,029
21	5.2	0,626	0,140	0,004	-0,048	0,625	0,004	0,002	0,001	0,000
22	5.3	0,221	0,004	0,029	0,357	0,142	0,007	0,266	0,079	0,010
23	5.4	0,282	0,016	0,025	0,058	0,016	0,001	-0,239	0,267	0,030

ANEXO E

RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA BLOCO 3

Analysis of Contingency Table

Axis	Inertia	Proportion	Cumulative	Histogram
1	0,0436	0,4796	0,4796	**********
2	0,0307	0,3377	0,8174	**********
3	0,0166	0,1826	1,0000	**********
Total	0,0910			

Row Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	@	0,786	0,099	0,269	-0,202	0,165	0,093	0,392	0,621	0,494
2	#	0,899	0,156	0,344	0,417	0,866	0,621	-0,081	0,033	0,034
3	$	0,990	0,589	0,165	-0,119	0,560	0,192	-0,105	0,430	0,209
4	&	0,601	0,156	0,223	0,163	0,203	0,094	0,228	0,398	0,263

Column Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	1.1	0,999	0,079	0,035	0,176	0,776	0,056	-0,094	0,223	0,023
2	1.2	0,997	0,106	0,007	-0,062	0,601	0,009	-0,050	0,396	0,009
3	1.3	0,482	0,012	0,075	0,482	0,419	0,066	0,188	0,064	0,014
4	1.4	0,969	0,092	0,053	-0,224	0,958	0,105	-0,024	0,011	0,002
5	1.5	0,770	0,010	0,025	0,407	0,735	0,038	-0,090	0,035	0,003
6	2.1	0,991	0,121	0,089	-0,144	0,309	0,057	-0,213	0,682	0,180
7	2.2	0,801	0,121	0,012	0,019	0,043	0,001	0,081	0,758	0,026
8	2.3	0,997	0,059	0,009	-0,075	0,411	0,008	0,090	0,586	0,016
9	2.4	0,978	0,007	0,057	-0,571	0,468	0,056	-0,596	0,510	0,086
10	2.5	0,950	0,005	0,120	1,386	0,871	0,218	0,417	0,079	0,028
11	3.1	0,304	0,027	0,035	-0,006	0,000	0,000	0,190	0,304	0,032
12	3.2	0,942	0,082	0,081	-0,087	0,084	0,014	0,279	0,858	0,207
13	3.3	0,842	0,040	0,083	0,375	0,737	0,127	-0,141	0,105	0,026
14	3.4	0,999	0,020	0,043	0,358	0,647	0,058	0,264	0,352	0,045
15	3.5	0,904	0,035	0,154	0,442	0,481	0,155	-0,414	0,423	0,193
16	4.1	0,483	0,089	0,020	-0,094	0,438	0,018	-0,030	0,044	0,003
17	4.2	0,938	0,064	0,011	0,037	0,089	0,002	0,115	0,849	0,028
18	4.3	0,365	0,030	0,091	-0,130	0,061	0,012	0,291	0,305	0,082

ANEXO F

RELATÓRIO MINITAB – ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA BLOCO 4

Analysis of Contingency Table

Axis	Inertia	Proportion	Cumulative	Histogram
1	0,1528	0,4398	0,4398	**********
2	0,1117	0,3217	0,7615	**********
3	0,0829	0,2385	1,0000	**********
Total	0,3474			

Row Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	@	0,994	0,119	0,378	1,019	0,941	0,809	-0,243	0,053	0,063
2	#	0,912	0,139	0,271	0,137	0,028	0,017	0,773	0,884	0,744
3	$	0,780	0,572	0,142	-0,188	0,410	0,133	-0,179	0,370	0,164
4	&	0,132	0,170	0,209	-0,193	0,087	0,041	0,139	0,045	0,029

Column Contributions

					----Component 1----			----Component 2----		
ID	Name	Qual	Mass	Inert	Coord	Corr	Contr	Coord	Corr	Contr
1	1.1	0,993	0,144	0,012	0,150	0,755	0,021	0,084	0,238	0,009
2	1.2	0,655	0,015	0,019	-0,485	0,545	0,023	-0,218	0,110	0,006
3	1.3	0,989	0,041	0,011	-0,239	0,604	0,015	-0,191	0,386	0,013
4	2.1	0,946	0,132	0,009	-0,102	0,447	0,009	0,108	0,500	0,014
5	2.2	0,808	0,023	0,011	-0,141	0,115	0,003	-0,345	0,693	0,024
6	2.3	0,721	0,015	0,020	0,033	0,003	0,000	-0,567	0,719	0,044
7	2.4	0,693	0,005	0,011	-0,481	0,310	0,008	-0,535	0,383	0,013
8	2.5	0,995	0,053	0,008	0,224	0,978	0,017	-0,029	0,016	0,000
9	3.1	0,990	0,003	0,054	2,608	0,918	0,113	-0,726	0,071	0,012
10	3.2	0,884	0,003	0,045	0,351	0,020	0,002	2,312	0,864	0,121
11	3.3	0,085	0,003	0,036	-0,493	0,050	0,004	0,416	0,035	0,004
12	3.4	0,725	0,020	0,068	0,321	0,088	0,014	0,864	0,637	0,135
13	3.5	0,563	0,023	0,034	0,386	0,291	0,022	0,372	0,271	0,028
14	3.6	1,000	0,038	0,011	0,190	0,355	0,009	-0,257	0,645	0,022
15	3.7	0,639	0,041	0,028	-0,237	0,236	0,015	-0,310	0,403	0,035
16	3.8	0,947	0,038	0,009	-0,222	0,604	0,012	-0,168	0,343	0,010
17	3.9	0,979	0,023	0,010	-0,392	0,979	0,023	-0,007	0,000	0,000
18	4.1	0,655	0,008	0,009	-0,485	0,545	0,012	-0,218	0,110	0,003
19	4.2	0,990	0,005	0,108	2,608	0,918	0,225	-0,726	0,071	0,024
20	4.3	0,990	0,003	0,054	2,608	0,918	0,113	-0,726	0,071	0,012
21	4.4	0,693	0,005	0,011	-0,481	0,310	0,008	-0,535	0,383	0,013
22	4.5	1,000	0,030	0,071	-0,138	0,023	0,004	0,889	0,976	0,215
23	4.6	0,987	0,139	0,005	-0,056	0,274	0,003	-0,090	0,713	0,010
24	5.1	0,085	0,003	0,036	-0,493	0,050	0,004	0,416	0,035	0,004
25	5.2	0,370	0,008	0,013	-0,204	0,072	0,002	0,414	0,298	0,012
26	5.3	0,085	0,003	0,036	-0,493	0,050	0,004	0,416	0,035	0,004
27	5.4	0,955	0,018	0,051	0,313	0,097	0,011	0,929	0,857	0,137
28	5.5	0,989	0,025	0,101	1,145	0,944	0,217	-0,251	0,045	0,014
29	5.6	0,837	0,018	0,008	-0,364	0,836	0,015	0,008	0,000	0,000
30	5.7	0,996	0,025	0,026	-0,484	0,660	0,039	-0,345	0,335	0,027
31	5.8	0,145	0,035	0,021	0,079	0,030	0,001	-0,156	0,115	0,008
32	5.9	0,315	0,046	0,032	-0,268	0,295	0,021	-0,070	0,020	0,002
33	5.10	0,693	0,003	0,005	-0,481	0,310	0,004	-0,535	0,383	0,006
34	5.11	0,693	0,003	0,005	-0,481	0,310	0,004	-0,535	0,383	0,006
35	5.14	0,370	0,008	0,013	-0,204	0,072	0,002	0,414	0,298	0,012

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

ANSOFF, H.Igor.*Estratégia empresarial.* São Paulo: McGraw-Hill, 1977

BAUMAN, Mark P. Importance of reported book value in equity valuation. *The Journal of Financial Staement Analysis*, vol.3, (winter 1999), pp.31-40

BROMWICH, M. *Residual income past and future*. London: Management Accounting Research, vol.9, p.391-419, 1998

COPELAND, Tom et alli. *Valuation: measuring and managing the value of companies.* New York: Wiley, 1995

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation.* New York: Wiley, 1996

ECO, Humberto. *Como se faz uma tese*, São Paulo: Perspectiva, 1986

FELTHAM, Gerald A. and OHLSON, James. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11, (Spring), pp. 689-731, 1995

FISCHMANN, Adalberto A. et alli DE ALMEIDA, Martinho Isnard. *Planejamento estratégico na prática.* São Paulo: Atlas, 1995

FREZATTI, Fábio. A decomposição do MVA® (Market Value Added) na análise de valor da empresa, publicado na *Revista de Administração da FEA USP*, v.34, n.3, p.32-43, julho/setembro 1999a.

_____.*Orçamento empresarial: planejamento e controle gerencial.* São Paulo: Atlas, 1999b.

_____.Indicadores financeiros de longo prazo: comparação entre o retorno sobre o investimento e o lucro residual, publicado na *Revista de Administração da FEA USP*, jan/março 2001.

HAIR, Joseph F. *et alii. Multivariate data analysis*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1998

HENDRIKSEN, Eldon & BREDA, Michael. *Accounting theory*, 5a. Edition. Boston: Irwin, 1992

HENRY, Gary. *Practical sampling*. London: Sage, 1990

IUDICIBUS, Sérgio de. *Teoria da contabilidade.* 5ª edição. São Paulo: Atlas, 1997

KAPLAN, Robert and NORTON, David P. *The balanced scorecard: translating strategy into action*. Boston: Harvard Business School Press, 1996

LEE, Charles M.C. *Financial analysis and planning: theory and application*. Reading: Addison-Wesley, 1985

_____. Accounting-based valuation: impact on business practices and research, *Accounting Horizons*, Vol.13, no.4, December 1999, pp.413-425

LEVINE, David M., BERENSON, Mark L., e STEPHAN, David. *Estatística aplicada: Teoria e aplicações*. Rio de Janeiro: LTC, 2000

MATTAR, Fauze Nagib. *Pesquisa de Mercado*, São Paulo: Atlas, vol.1 e 2, 1994

MILLER, William D. *Commercial bank valuation*. New York: John Wiley, 1995

PEASNELL, K.V. The formal connections between economic values and yields and accounting numbers. *Oxford: Journal of Business Finance & Accountancy*. V.9, p.361-381, 1982

PREINREICH, G. (1938). Annual survey of economic theory: the theory of depreciation, *Journal of the Econometric Society*, 6, n.3, July, 219-241

RAPPAPORT, Alfred. *Creating Shareholder Value.* New York: Free Press, 1986

_____. *Creating Shareholder Value.* New York: Free Press, revised and updated, 1998

REBOUÇAS, Lúcia. Fusões e aquisições alteram o setor financeiro. *Gazeta Mercantil*. São Paulo, 05-08-1996

ROSS, Stephen, WESTERFIELD, Randolph e JAFFE, Jeffrey. *Administração financeira.* São Paulo: Atlas,
1995

SIMON, H. *Administrative Behavior*, New York: Free Press, 1976

SOLOMON, Ezra. e PRINGLE, John J. *Introdução à administração financeira*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente, São Paulo: Atlas, 1981

SOLOMONS, David. *Divisional performance: measurement and control*. Homewood: Richard Irwin, 1965, second printing 1969

STEINER, George.*Strategic Planning: what every manager must knnow.* New York: Free Press, 1979

STEWART, G.Bennett, III. *The Quest for Value.* New York: Harper Business, 1991

TREVISANI JR., Paulo. Empresas não sabem quanto valem. *Gazeta Mercantil*. São Paulo, 25-07-1996

VAN HORNE, James C.*Financial management and policy.* Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1995

WARD, Keith. *Strategic management accounting*. Butterworth-Heinemann: Oxford, 1992

WELSCH, Glenn A. *Budgeting: profit planning and control*. 5th edition. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1988

WESTON, J.Fred and Eugene Brigham. *Essentials of managerial finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston, 1968

YOUNG. S.David. Some reflections on accounting adjustments and economic value added. *Journal of Financial Statement Analysis*, v.4, n.2, p.7-19, winter 1999

BIBLIOGRAFIA RECOMENDADA

ANTHONY, Robert N. et alli DEARDEN, John, BEDFORD, Norton. *Management Control Systems.* Homewood: Irwin, 1984

BACIDORE, Jeffrey, BOQUIST, John, MILBOUN, Todd & THAKOR, Anjan. The search for the best financial performance measure, *Financial Analyst Journal*, May/June, 1997

BORKOWSKI, S.C. (1999). International managerial performance evaluation: a five country comparison, *Journal of International Business Studies*, 30, 3(third quarter 1999), pp.533-555

BROWN, Stephen, LO, Kin and LYS, Thomas. Use of R^2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28, (1999), pp. 83-115

CHAMBLERS, R.J. An accounting thesaurus: 500 years of accounting. Oxford: Elsevier, 1995

CHEN, Shimin and DOOD, J. (1997). *Economic Value Added (EVA®): an empirical examination of a new corporate performance measure*, Journal of Managerial Issues, vol: 9, Fall 1997, pp. 318-333

COVELLO, Vicent T. *et alii*. *Uncertainty in risk assessment, risk management and decision making*. New York: Plenun Press, 1987

FASERUK, Alex and COADY, P. Evaluation of valuation methodologies in developed and developing countries*, Journal of Financial Management & Analysis*, vol: 10, Jul-Dec. 1997, pp.52-60

FINNERTY, John D. *Project financing: asset-based financial engineering*. New York: Wiley, 1996

FORRESTER, David A. *Wilhem Rieger and cash accounting: an essay in controlversial ideas*, *Abacus36*. 1, 2000, pp.108-121

FRANKEL, Richard e LEE, Charles M.C. Accounting valuation, market expectation and cross-sectional stock returns*. Journal of Accounting and Economics*, v.25, p.283-319, 1998

FREZATTI, Fábio. *Contribuição para o estudo da complementaridade do lucro e do fluxo de caixa na gestão de negócios no ambiente empresarial brasileiro,* Tese

(Doutorado em Contabilidade e Controladoria), São Paulo: Universidade de São Paulo, 1996.

_____.Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual, artigo publicado no *Caderno de Estudos FIPECAFI*, v.10, n.19, p.57-69, setembro/dezembro 1998.

GRANT, J. *Foundations of Economic Value Added.* New Hope: Frank Fabozzi Associates, 1997

HICKS, John. *Capital and time*. Oxford: Oxford Press, 1973

JOHNSON, Richard ª, WICHERN, Dean. *Business statistics: decision making with data*. New York: Wiley, 1997

KELLER, Gerald, WARRACK, Brian, BARTEL, Henry. *Statistics for management and econmics: a systematic approach*, 2nd edition, Belmont: Wadsworth, 1990

KERVIN, John B. *Methods for business research.* New York: HarperCollins, 1992

LANG, Hans J. *Cost analysis for capital investment decisions*. New York: Marcel Dekker, 1989

LANG, Hans and MERINO, Donald. *The selection processo for capital projects*. New York: Wiley, 1993

LINK, Albert e BOGER, Michael B. *The art and science of business valuation*. Westport: Quorum Books, 1999

MARTINS, Eliseu. *Contabilidade de custos.* 5a. Edição. São Paulo: Atlas, 1996

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações.* 2a. Edição. São Paulo: Atlas, 1994

MODIGLIANI, Franco e MILLER, M. Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34, (october), pp.: 411-433, 1961

OHLSON, J.A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, (Spring), pp. 661-687, 1995

OTLEY, David. *Accounting control and organizational behaviour*. London: Heinemann, 1987

PATTERSON, Cleveland S. *The cost of capital: theory and estimation*. Quorum Books, 1999

PEASNELL, K.V. Analytical properties of earned economic income, *British Accounting Review*, 27, 1995, p.5-33

PRATT, Shannon P. *Cost of capital: estimation and application.* New York: Wiley, 1998

REILLY, Robert F. and SCHWEIHS, Robert P. *Valuing accounting practices*. New York: John Wiley, 1997

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. *Capital Structure: determination, evaluation and accounting*. Westport: Quorum Books, 1999

SANTANDER assume Banesto e avança no mercado espanhol, Gazeta Mercantil, 20 de fevereiro de 1998, página B-6,

SEVERINO, Joaquim Antonio. *Metodologia do trabalho científico*. 20ª. Edição. São Paulo: Cortez, 1996

WOLFE, J.N. Value, *Capital and Growth*. Edinburg: Aldine, 1968