

Universidade de São Paulo

Administração

Gustavo Bressan

AVALIAÇÃO DA CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE VALOR NO SETOR
DE CULTIVOS DA NATUREZA

Piracicaba

2017

Universidade de São Paulo

Administração

Gustavo Bressan

AVALIAÇÃO DA CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE VALOR NO SETOR
CULTIVOS DA NATUREZA

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado à
banca examinadora da USP para a obtenção do
grau de bacharel em Administração, sob a
orientação do Prof. Luiz Fernando Satolo

Piracicaba
2017

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a Deus por ter me dado a oportunidade de realizar um dos meus maiores sonhos que era de estudar na USP. Agradeço aos meus pais por terem investido tempo e recursos financeiros no meu futuro, e por sempre me incentivarem e me apoiarem, se hoje estou completando mais uma etapa da minha vida eu devo muito disso a eles, sem eles isso não seria possível.

Agradeço também ao meu orientador Luiz Fernando Satolo, por ter me ajudado nesse processo tão complicado, e por ter sido também meu amigo e me ajudado em algumas decisões, sou muito grato por toda a sua ajuda.

Agradeço aos meus amigos da faculdade que me ajudaram a percorrer esse longo e complicado percurso durante esses 4 anos, sem vocês essa caminhada teria sido muito mais difícil, se cheguei nessa etapa do nosso percurso devo isso a muito de vocês.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	7
1.1. Empresas analisadas	8
1.2. Objetivo geral e específico	11
1.3. Justificativa	12
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	13
2.1. Origem do EVA	13
2.2. Conceituando o EVA.....	15
2.3. Cálculo do EVA	17
2.4. NOPAT	19
2.4.1. Ajustes contábeis	20
2.5. WACC.....	21
2.5.1. Custo da dívida (kd)	22
2.5.2. Custo do capital próprio.....	23
2.5.3. Coeficiente <i>beta</i>	25
2.5.4. Capital Investido.....	26
2.6. Vantagens e desvantagens do EVA	26
2.7. Fatores que aumentam o EVA.....	28
3. METODOLOGIA.....	30
3.1. Enquadramento metodológico	30
3.2. População, amostra e coleta de dados	32
3.3. Cálculo e ajustes contábeis	34
3.3.1. Ajustes no NOPAT	34
3.3.2. IR e CSLL.....	34
3.3.3. Capital Investido.....	35
3.4. Limitações metodológicas.....	36
4. RESULTADOS	37
4.1. Análise do EVA de todas as empresas.....	37
4.2. Análise geral e específica do EVA.....	39
4.3. Comparação do EVA com o preço da ação	45
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	46
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49

RESUMO

Diante de um cenário econômico bastante competitivo, no qual as empresas precisam se mostrar atraentes para os seus investidores ou potenciais investidores, surge a necessidade de indicadores que comprovem a capacidade das organizações de criar valores a essas pessoas. Em meados da década de 80, uma consultoria americana desenvolveu um indicador que tinha este objetivo: o Valor Econômico Adicionado - EVA. O presente trabalho buscou calcular o potencial de criação de valor das empresas listadas na bolsa de valores brasileira que fazem parte do setor cultivos da natureza, nomenclatura utilizada pelo Instituto Assaf (2017) para designar empresas que utilizam a terra para geração de receita. Foi analisada uma amostra de 42 exercícios, envolvendo 6 organizações em um horizonte temporal de 2010 a 2016. Diante da falta de padronização nos critérios para o cálculo do EVA, foram explorados alguns dos diferentes ajustes que podem ser realizados na metodologia. Pela comparação dos resultados, evidenciou-se que tais ajustes podem levar a conclusões totalmente distintas. De forma geral, depreende-se que a maioria as organizações do setor de cultivos da natureza não foram capazes de criar valor aos seus acionistas e não foram, portanto, financeiramente atrativas para esse grupo de pessoas durante o período analisado.

Palavra-chave: EVA, Geração de valor, Cultivos da natureza, Desempenho financeiro

ABSTRACT

Facing a quite competitive economic scenario, in which the companies need to show themselves attractive for their investors or potential ones, the need of indicators that measure the organization's capacity of creating value arises. In the mid 80's, an American consultancy company developed an indicator that had this purpose: the Economic Value Added - EVA. This work sought to measure the potential of creating value in selected companies, which are listed in the Brazilian stock exchange and that belong to the sector of "nature crops", nomenclature used by Instituto Assaf (2017) in order to designate companies that use land to generate income. A sample of 42 accounting exercises was analyzed, encompassing 6 organizations in the period ranging from 2010 to 2016. Due to the lack of standardization in the EVA calculation criteria, different approaches were exploited. And the comparison of the results highlights that such methodological adjustments may lead to completely distinct conclusions. In general, it's understood that majority of the organizations in the "nature crops" sector wasn't able to create values to their shareholders and, therefore, they didn't disclose an attractive financial performance to those group of people.

Keywords: EVA, Value generation, "Nature crops", Financial performance

1. INTRODUÇÃO

Como hoje em dia nós vivemos em um mercado de extrema competitividade, isso faz com que as organizações busquem diversas maneiras de avaliar o seu desempenho empresarial, ou seja, as organizações buscam criar e realizar métricas com o intuito de fazer comparações e mostrar resultados tanto do ponto de vista dos gestores quanto dos investidores.

Com o passar do tempo, as organizações acrescentaram um novo objetivo: além de maximizar os seus lucros e buscar maiores rentabilidades, elas passam a ter o escopo de maximização da riqueza dos seus acionistas. Por esse motivo, houve a necessidade de se criar várias medidas de desempenho voltadas para a criação de valor a essas pessoas. Segundo Porter (2001), um dos principais motivos que fizeram com que as organizações mudassem seus objetivos é o avanço das tecnologias de informação. Associado ao aumento do fluxo no mercado de capitais, o maior acesso à informação proporcionou um aumento significativo das opções de investimentos. Com o avanço da tecnologia, as pessoas passam a ter uma maior quantidade de informações e mais acesso ao mercado financeiro, fazendo assim com que as empresas busquem formas de impressionar os possíveis investidores a fim de trazer o capital deles para si.

Na visão Rappaport (1981) apud Vilela (2013), a nova visão que as organizações têm, que é a geração de valor ao acionista, faz com que a empresa direcione o processo e o planejamento a fim de conciliar com os interesses desses agentes. Nesse processo, as organizações passam a concretizar metas a serem atingidas tanto no curto prazo, quanto no médio e longo prazo, fazendo com que em todos os períodos o principal enfoque seja a otimização da riqueza dos acionistas.

Como dito nos parágrafos anteriores, o objetivo em ser eficiente na geração de valor para o acionista passa a ser um dos principais focos das empresas, e com isso surgem diversos parâmetros para medir a criação de valor ao acionista. O mais conhecido e importante é o EVA. Em seu cálculo são considerados não somente os custos que são fáceis de se perceber (custos explícitos), como também o custo de oportunidade do capital investido. Com isso, para se atingir o principal objetivo que é agregar valor a essas pessoas, é necessário que os

administradores e gestores passem a conhecer, monitorar e atuar sobre as variáveis que mais vão impactar o valor do EVA. (VILELA,2013)

Portanto o EVA se apresenta como uma ótima ferramenta de gestão, garantindo assim com que o gestor tenha as informações que ele julgue ser necessário para a tomada de decisão, além de utilizar essas informações segundo os interesses dos seus acionistas. Tal método ganhou um rápido destaque e aceitação dentro da sociedade empresarial mundial por causa da sua visão inovadora e por levar em consideração em seus cálculos o custo de oportunidade. (PARISI; MEGLIORINI, 2011)

Outro ponto importante para salientar sobre essa métrica, o EVA, é que ela não tem a intenção apenas de ser uma medida de desempenho. A partir do momento em que os gestores optam pela sua utilização, eles estão assumindo um compromisso com a valorização do esforço empregado com o intuito de criar riqueza. O próprio criador da medida, Stewart III, defende a adoção do EVA, pois ele acredita que essa é uma forma de medir realmente o grau de sucesso da organização. (SAMPÁIO; MACHADO; MACHADO, 2006)

1.1. Empresas analisadas

As empresas analisada nesse estudo pertencem ao setor de cultivos da natureza, como definido em Instituto Assaf (2017). Todas as empresas abaixo possuem capital aberto, ou seja, tem ações comercializadas na bolsa de valores.

- Biosev

A Biosev, atualmente, possui 11 unidades processadoras de cana de açúcar espalhadas por 5 Estados brasileiros (SP, MG, MS, RN e PB) e a sua capacidade de moagem a torna a segunda maior processadora global de cana de açúcar.

Os produtos que a Biosev produz vão desde o açúcar (VHP, cristal, refinado entre outros), passando pelo etanol (hidratado, anidro e neutro) além de outros produtos como a energia, os quais são exportados para mais de 30 países diferentes.

Em meados de 2013, a Biosev abriu o seu capital, ou seja, passou a operar na bolsa de valores, e no ano anterior é que a empresa ganhou este nome (antes ela era conhecida como LDC-SEV).

A história da LDC-SEV começou no começo de 2000. Naquela época, ela era ainda conhecida pelo nome do grupo Louis Dreyfus Commodities, que tinha começado a operar no

setor sucroenergético brasileiro adquirindo sua primeira unidade na cidade de Leme/SP. Após um ano, o grupo já havia adquirido outra usina, agora no Estado de MG. A mudança para LDC-SEV aconteceu no ano de 2009, quando houve a fusão da LDC Bioenergia e da Santelisa Vale. Após a fusão, o grupo passou a ter o controle de 13 usinas.

Em 2013, já como Biosev, a usina do grupo localizada em São Carlos foi vendida e, no ano seguinte, a unidade de Jardest entrou em estado de hibernação (parou de moer). Com isso, totaliza-se as 11 usinas do grupo e capacidade de moagem de 36,4 milhões de toneladas de cana de açúcar por ano.

- São Martinho

Atualmente, o Grupo São Martinho é detentor de 4 unidades processadoras de cana de açúcar, 3 delas localizadas no Estado de São Paulo e apenas 1 localizada no Estado de Goiás. Somando-se a capacidade processadora dessas unidades, o grupo tem a possibilidade de moer 24 milhões de toneladas por ano. A mecanização média da colheita é de 98,9%, sendo que há uma unidade em que a colheita é feita totalmente de forma mecanizada.

O grupo abriu o seu capital no ano de 2007 com o intuito de buscar novas formas de aquisição de capital e, assim, aumentar sua competitividade dentro do setor em que atua. Com isso, neste ano, a São Martinho completa 10 anos da sua abertura de capital.

Entre 2011 e 2014, a São Martinho comprou participações na Usina Santa Cruz, localizada em Americo Brasiliense (SP). No final do período, a São Martinho já detinha o controle da Usina SantaCruz, com uma participação acionária de 92,14%.

- Pomi Frutas

Sua história começou na década de 60, na cidade de Fraiburgo em Santa Catarina. Naquela época, era conhecida como Renar maçãs, nome em homenagem aos dois fundadores René e Arnaldo. Com o passar do tempo, a empresa foi crescendo e ganhando destaque no cenário nacional e mundial, até que em 2005 ela abriu o seu capital e começou a ser negociada na BMFBovespa. Com isso, a empresa conseguiu uma outra maneira de obtenção de capital e, com esse dinheiro, passou a investir em novas tecnologias.

Em 2009, a Endurece passou a gerir a organização como sócio gestor e, no fim desse mesmo ano, houve a aquisição da Pomifrai. Já no fim de 2010, a Renar e a Pomifrai se integraram 100%, tornando-se uma única empresa.

Na safra 2012/13, a organização foi obrigada a erradicar os pomares que estavam com uma baixa produtividade, vender alguns ativos que não estavam gerando o retorno esperado e renegociar as suas dívidas. O resultado dessas ações pôde ser percebido no ano seguinte, quando a empresa teve uma melhora no resultado (abatendo quase 50% das dívidas) e uma recuperação no preço das ações. Nesse ano, também houve corte de custos e venda de mais alguns ativos.

Em 2015, uma boa parte da empresa foi adquirida por um grupo de investidores, o que teve duas principais consequências: a mudança de nome para Pomi Frutas e um aumento de capital efetivado.

- SLC Agrícola

A SLC Agrícola, foi fundada no ano de 1977 pelo grupo SLC. É uma empresa produtora de algumas commodities agrícolas, a saber: algodão, soja e milho. Dentro do seu segmento, ela é considerada uma referência, pois foi uma das primeiras a abrir o capital, o que aconteceu no ano de 2007.

Atualmente, a organização conta com 14 unidades produtoras localizadas em 6 Estados diferentes, totalizando um total de 395.141 hectares. Desta área, 58% são voltados para a plantação de soja, 22% para a plantação de algodão, 18% para a plantação de milho e o restante para plantação de outras culturas como a de cana de açúcar e trigo.

- Cosan

A empresa ganhou esse nome no ano de 2000, que foi quando foi criada a marca Cosan. Mas, antes de ter esse nome, ela já operava desde o início do ano de 1936, na Usina Costa Pinto em Piracicaba-SP.

A empresa abriu o capital no ano de 2005, sendo a primeira do setor a fazer isso. Logo, no seu primeiro ano, já arrecadou uma quantia de quase 400 milhões de dólares.

Nos anos de 2008 e 2009, o grupo Cosan foi aumentando com a aquisição da Nova America (2009) e ExxonMobil (2008) e criação da Rumo logística (2008) e Radar (2008).

Em 2011, foi criada a Raízen, que é uma joint venture entre a Shell e a Cosan. No ano seguinte, a empresa inaugurou o maior e mais completo terminal logístico do Brasil. Em 2012, assumiu o controle acionário da maior distribuidora de gás natural do Brasil, a Comgás.

Os anos de 2013 e 2014 foram marcados por novas aquisições e criações do grupo. Em 2013, foi inaugurada a Logum, empresa responsável pelos dutos de transporte de etanol. Ainda nesse ano, ocorreu a aquisição da COMMA na Inglaterra, sendo esse um marco na internacionalização da companhia. Já, no ano seguinte, ocorreu a cisão entre a Cosan e a Cosan S/A, com a criação da Cosan Logística.

Ainda dentro do meio da logística, em 2015, a companhia se tornou a maior operadora logística com base ferroviária independente do Brasil, através de uma união com a ALL.

O ano de 2016 não foi diferente dos anteriores. A empresa continuou expandindo os seus negócios, como por exemplo com a Cosan Biomassa, que surgiu através de uma parceria com uma empresa japonesa, criando a primeira empresa brasileira a produzir e comercializar pellets de cana-de-açúcar. Esse ano ficou marcado também pela mudança de nome da Cosan Lubrificantes, que ficou conhecida como Moove, sendo que essa empresa (Moove) conquistou a distribuição exclusiva de produtos Mobil na Espanha. E, por fim, o último grande acontecimento do grupo Cosan no ano de 2016, foi a venda das ações que eles possuíam da Radar, pelo valor de 1 bilhão de reais.

- Cosan Ltd

A Cosan Ltd surge no ano de 2007, quando houve a primeira oferta pública (IPO) na NYSE (New York Stock Exchange). Até 2015 a Cosan Ltd e a Cosan eram basicamente a mesma companhia, só que nesse ano houve a cisão da parte de logística da Cosan, criando a Rumo logística. Com isso a Cosan Ltd passou a controlar tanto a Cosan quanto a Cosan logística, também conhecida como Rumo.

Vale ressaltar que em 2015 a Rumo se uniu a ALL, transformando-se na maior operadora logística com base ferroviária independente do Brasil.

1.2. Objetivo geral e específico

O presente trabalho tem como objetivo geral apresentar, entender e analisar o EVA com o intuito de realizar o seu cálculo para as empresas do setor de Cultivos da Natureza, como definido pelo Instituto Assaf (2017).

O objetivo específico é avaliar, através do EVA, se as empresas desse setor são capazes de criar valores aos seus acionistas ou não, buscando entender os motivos que levaram a esses resultados e as limitações do indicador utilizado.

1.3. Justificativa

Do ponto de vista econômico-financeiro, existem diversos estudos e pesquisas que visam evidenciar as medidas de valor, como o EVA, associadas a alguns setores da economia brasileira. Até hoje, no entanto, não é possível encontrar estudos ou pesquisas conclusivas a respeito do valor econômico agregado de empresas que atuam no setor Cultivos da Natureza.

O presente trabalho une as pesquisas e dados disponíveis do setor, com o intuito de buscar descobrir se essas empresas são capazes de remunerar os seus acionistas.

Outra justificativa para a realização dessa pesquisa está relacionada com a importância que o indicador EVA possui como medida de criação de valor. O EVA é uma das medidas mais conhecidas e utilizadas dentro do meio empresarial. Essa difusão, como mencionada na introdução, aconteceu principalmente pela mudança de objetivos das organizações, que foi impulsionada pela globalização dos mercados, onde ocorreu uma ampliação das ofertas e opções de investimentos aos investidores.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O objetivo desta seção é apresentar os principais conceitos e autores que abordam a temática do EVA, principalmente quando o seu foco é voltado para sua utilização como um indicador de desempenho nas organizações. A seguir, são apresentados a origem do EVA, os seus criadores, o seu cálculo, as suas vantagens e desvantagens e, por fim, uma análise de fatores que contribuem para o aumento deste indicador.

2.1. Origem do EVA

Com o passar do tempo, o mercado foi se tornando cada vez mais competitivo, e isso fez com que as empresas e investidores buscassem novas formas para se avaliar o desempenho empresarial. Além disso, percebeu-se que a organização precisaria expandir os seus objetivos, caso elas quisessem continuar maximizando os seus lucros, e este novo escopo é a geração de um valor maior para os seus acionistas e a sociedade, passando a ter como objetivo operacional a maximização da riqueza. (ASSAF NETO, 2014; SOLOMON, 1969, p. 40-44). Para Copeland, Koller e Murrin (2000, p.15), os acionistas passaram a ter uma maior importância para as organizações nos países desenvolvidos, o que levou os administradores ao foco na criação de valor como sendo uma das formas de medidas mais importantes do desempenho corporativo.

Uma outra visão é proposta Young e O'byrne (2003, p.21). Segundo os autores, o ato de gerar riqueza aos acionistas é consequência de alguns acontecimentos:

- Fim dos controles sobre capitais e câmbio
- Globalização e desregulamentação dos mercados de capitais
- Avanço em tecnologia de informações

- Mudança de atitude das novas gerações para poupar e investir

Por estes motivos, surge a necessidade de se avaliar as empresas com o intuito de constatar se elas estão construindo ou destruindo valor para os seus acionistas. Outro fator, mas esse dentro do âmbito da organização, foi a pressão para se instalar uma ferramenta que mensurasse o valor criado aos acionistas. O administrador que não fosse capaz de implantar uma ferramenta de medição de valor faria com que a organização estivesse em desvantagem competitiva e, provavelmente, tal administrador seria trocado por outro mais capacitado. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p.20)

Nesse contexto, deu-se início a uma série de estudos sobre o valor econômico agregado ao acionista, com destaque para alguns trabalhos que datam do final da década de 50 e início dos anos 60, feitos pelos pesquisadores Merton H. Miller da Universidade de Chicago e Franco Modigliani do MIT (*Massachusetts Institute of Technology*), e em 1975, por William Mecking e Michael Jensen. (CRUZ; COLAUTO; LAMOUNIER, 2009)

A criação de valor é resultado de um conjunto de decisões estratégicas e operacionais. Para nortear essa missão de criar valor, foi desenvolvida a Gestão Baseada em Valor, ou *Value Based Management* (VMB), cujo objetivo é melhorar as tomadas de decisões estratégicas e operacionais na organização como um todo. Como consequência, foram desenvolvidas diversas ferramentas para medir o desempenho do modelo de gestão de valor, como CFROI, MVA, EVA, entre outras, sendo o EVA a medida mais utilizada para o cálculo do valor agregado. (VILELA, 2013)

Segundo Druker (1995), em seu artigo publicado na Harvard Business Review, “*EVA is based on something we have known for a long time: what we generally call profits, the money left to service equity, is usually not profit at all*”.

Como dito anteriormente, o jeito mais famoso de se calcular esse valor econômico agregado é através do EVA (Economic Value Added), mas tal conceito não foi algo inovador, uma vez que o conceito do qual é derivado já era bem conhecido muito antes dele. (ARAÚJO, 2003, p.17)

Segundo Parisi e Meglioni (2011, p.243), o EVA é um conceito desenvolvido e registrado pela empresa americana de consultoria Stern Stewart & Co. no ano de 1982, e este modelo é baseado na ideia de lucro econômico. No EVA, o lucro econômico, ao contrário do lucro contábil, considera o resultado após a adequada remuneração do capital. Ou seja, a receita total gerada pela organização em questão deve cobrir todos os custos de oportunidade.

Dito isso, o EVA é bem similar à mensuração contábil do lucro, mas com uma importante diferença: tal ferramenta considera o custo de todo o capital empregado na operação, enquanto o lucro líquido que é divulgado nos demonstrativos financeiros de cada empresa leva em consideração apenas o custo dos juros, ignorando o custo do capital próprio (custo de oportunidade). (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p.20)

Entende-se por custo de oportunidade a renúncia de uma determinada remuneração, por uma pessoa ou empresa, para investir os seus recursos em um outro investimento de risco semelhante. Por exemplo, um empresário, ao avaliar um novo empreendimento, deve considerar como o custo de oportunidade a taxa de retorno que deixa de receber por não estar investindo esses recursos em outra alternativa de investimento. Portanto, uma empresa gerará riqueza para os seus acionistas quando ela proporcionar uma remuneração maior do que a remuneração mínima esperada por eles (custo de oportunidade). (ASSAF NETO, 2014)

2.2. Conceituando o EVA

O EVA é a ferramenta mais correlacionada com a criação de valor aos acionistas e ela é melhor que as métricas tradicionais de lucro – como o lucro líquido, EBIT, EBITDA, entre outros – por ser uma medida completa. O EVA é calculado em valor absoluto e não em percentual, pode ser acompanhado periodicamente ao longo do tempo e é capaz de minimizar as distorções contábeis. (PARISI; MEGLIORINI, 2011, p.243-244)

Como dito anteriormente e reforçado por Vasconcelos (2017), o EVA é considerado melhor do que os outros indicadores contábeis quando o foco é calcular o valor adicionado pelo fato desta ferramenta levar em consideração em seus cálculos o lucro econômico e a criação de riqueza. Para Assaf Neto (2014), as medidas convencionais de avaliação de desempenho, como por exemplo o lucro, rentabilidade, e todos os outros indicadores que não levam em consideração o custo de oportunidade do capital investido em seus cálculos, têm pouca utilidade quando o assunto são as decisões e o controle empresarial.

O valor econômico agregado evidencia que não é suficiente a empresa apresentar apenas lucros contábeis fantásticos para se tornar um ótimo investimento para o acionista. Complementando esta ideia, Assaf Neto (2014) é mais incisivo ao afirmar que a existência de lucro no fim do período contábil não representa necessariamente que a remuneração do capital aplicado será feita e também não garante a atratividade econômica do empreendimento. Para

O EVA é muito mais do que uma simples medida de desempenho, é a estrutura para um sistema completo de gerencia financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica; que pode transformar uma cultura corporativa; que pode melhorar as vidas profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos, e que pode ajuda-los a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios. (AL EHRBAR,1998, p.1).

se sustentar a longo prazo, uma organização precisa, necessariamente, ser capaz de criar valor para os proprietários do capital.

Ehrhardt e Brigham (2012) explicam que o EVA é uma estimativa do lucro econômico real da organização e se difere muito em relação ao lucro contábil. O valor econômico agregado representa o lucro residual que permanece depois de se pagar todos os custos do capital, enquanto o lucro contábil não leva em consideração a despesa do capital.

Os próprios desenvolvedores da metodologia EVA, Joel M. Stern e G. Bennett Stewart III, explicam que o objetivo é maximizar o valor criado pela organização através de uma mudança na cultura organizacional e, para que isso ocorra, são imprescindíveis a colaboração e o envolvimento de todo o pessoal da organização. Assim, o EVA busca conciliar os objetivos dos acionistas com os objetivos da organização. Os criadores também criticam o lucro apurado tradicionalmente pela contabilidade, lucro contábil, pelo fato de não considerarem a remuneração que os provedores de capital devem exigir da empresa. (BONACIM, 2006). Dito isso, é impossível saber se uma empresa está criando ou destruindo valor observando apenas o seu lucro e a sua rentabilidade.

É fácil de se observar, até agora, que o objetivo de criar valor para os acionistas demanda algumas estratégias financeiras e novas medidas de sucesso voltadas para geração de riqueza aos acionistas. A ideia de criar valor deixa de ser apenas cobrir os custos explícitos da organização e passa a considerar em seus cálculos os custos implícitos, custos de oportunidade, que antes não eram levados em consideração pela contabilidade. (ASSAF NETO; ARAÚJO, 2001)

Uma definição mais completa, feita por Assaf Neto (2014), que o EVA pode ser compreendido como o resultado apurado pela organização que excede a remuneração mínima exigida tanto pelos acionistas quanto pelos credores.Ou seja, é um valor que esses agentes

(acionistas e credores) esperam receber por aportar dinheiro no empreendimento, valor este chamado de custo de oportunidade.

Segundo Assaf Neto (2014), o valor econômico agregado é calculado através da diferença entre o retorno de capital e o custo de capital. Isso gera uma nova visão para os custos de capitais, pois é levado em consideração o custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio, trazendo assim à tona a necessidade de uma melhor discussão sobre o financiamento e a estrutura de capital da empresa.

O custo de capital total do projeto deve levar em conta o custo do capital de terceiros, juros pagos pelos financiamentos e, também, o custo de capital próprio, representado pela quantia mínima de retorno prevista pelo acionista.

A criação de valor pode ser melhor explicada na visão de Bonacim (2006), através da qual a criação de valor só existe quando a empresa obtém uma taxa de retorno maior que a taxa que os investidores conseguiriam obter investindo em títulos de risco equivalente ao da empresa.

Damodaran (2012) apud Silva, J.G.S.L. (2013), considera o EVA como sendo uma medida de mais-valia criada por um investimento. Sendo assim, se este investimento apresenta um EVA maior do que zero, isso mostra que a remuneração foi superior ao mínimo exigido pelos investidores. E, quando isso ocorre, pode-se dizer que houve a criação de valor para os investidores. Por outro lado, se o investimento apresenta um EVA menor do que zero, isso indica que houve uma destruição de valor para os investidores.

A criação de valor é um importante fator que promove a maximização da riqueza do acionista (VILELA, 2013). Todavia, a criação de valor para o acionista só ocorre quando a empresa oferece um retorno do capital investido maior que o custo de oportunidade desse capital.

Em resumo, o EVA é uma ferramenta utilizada para medir a lucratividade real de um investimento, empreendimento, operação ou de uma empresa. Ela se distingue das demais medidas por considerar em seus cálculos o custo de oportunidade, que é o retorno que o investidor teria se aplicasse esse mesmo dinheiro em outro investimento de risco equivalente.

2.3. Cálculo do EVA

Existem diversas formas matemáticas de se calcular o EVA, algumas um pouco mais sintéticas, outras um pouco mais analíticas. Na visão de Souza (2003, p.188), essas variações de modelos e fórmulas são derivadas das preferências pessoais de cada administrador que é responsável pelo cálculo da criação de valor.

Segundo Ehrbar (1999), o EVA é definido como sendo o lucro operacional após pagamento de impostos, deduzidos os encargos do capital, levando em consideração o capital próprio e o capital de terceiros. Assim, o EVA pode ser calculado da seguinte forma:

$$EVA = Lucro\ operacional - Encargos\ do\ capital \quad (1)$$

A Equação 1 parte da ideia que, para haver criação de valor, é necessário que o lucro operacional seja capaz de pagar os encargos do capital.

Uma forma mais robusta para o cálculo do EVA pode ser obtida através da diferença entre o retorno sobre o investimento e o custo de capital. Este custo de capital representa uma taxa de retorno esperada pelas pessoas físicas ou jurídicas que emprestaram recursos para um determinado ativo, normalmente representada pelo WACC. A diferença entre o retorno sobre o investimento (ROI) e o custo de capital (WACC) deve ser multiplicada pelo capital investido no ativo em questão, como mostra a Equação 2:

$$EVA = (ROI - WACC) \times Capital\ investido \quad (2)$$

Fazendo a distributiva da Equação 2, chegamos à Equação 3:

$$EVA = (ROI \times Capital\ investido) - (WACC \times Capital\ investido) \quad (3)$$

O retorno sobre o investimento (ROI) pode ainda ser entendido como o retorno proporcionado única e exclusivamente pela operação em questão, ou seja, ele representa o lucro operacional levando em conta os impostos sobre o capital investido que proporcionou tal retorno. Isso pode ser observado na Equação 4.

$$ROI = \frac{NOPAT}{Capital\ investido} \quad (4)$$

Unindo as Equações 3 e 4, obtemos a Equação 5 que se encontra logo abaixo.

$$EVA = NOPAT - WACC \times Capital\ investido \quad (5)$$

O gestor que opta por utilizar o cálculo do EVA está monitorando as três principais variáveis de decisão com enfoque na geração de valor aos acionistas. Isso porque, em sua fórmula, o EVA considera como está a saúde operacional da empresa (NOPAT), além de considerar os seus investimentos (Capital investido) e fontes de financiamentos (WACC). (BONACIM, 2006)

A Equação 5 será a forma utilizada no presente trabalho para o cálculo do EVA no setor Cultivos da Natureza. Os próximos tópicos serão dedicados a explicar melhor as variáveis presentes no cálculo do valor econômico agregado.

2.4. NOPAT

NOPAT significa *Net Operating Profit After Taxes*, a ou seja, lucro operacional líquido após os impostos. Segundo Silva (2003), o NOPAT é um conceito bem abrangente, pois em seus cálculos considera a depreciação que ocorre nos ativos imobilizados, além dos impostos incidentes sobre o resultado operacional. É importante levar em conta a depreciação, apesar dela não implicar diretamente em uma saída de caixa. A depreciação é uma conta contábil que representa o desgaste dos ativos, que posteriormente necessitarão de reposição ou manutenção, gerando assim uma despesa.

O NOPAT é uma ótima forma para se calcular o lucro gerado pelas operações da empresa, medindo a produtividade do capital empregado, sem levar em consideração os financiamentos feitos pela organização. Desta forma, o NOPAT mostra os lucros das atividades que a organização realiza, após o abatimento dos impostos. (PRISI; MEGLIORINI, 2011, p.246)

Na visão de Silva (2016), que fez um estudo de caso no setor siderúrgico com o intuito de saber se tal setor acrescenta ou não valor ao acionista, o NOPAT é um importante indicador na avaliação de empresas, pois mede o valor que o acionista iria receber caso a empresa não possuísse nenhum financiamento ou dívida. Complementar a esta ideia, Malvessi

(2000) explica que o NOPAT apresenta uma visão clara do real resultado das operações do negócio, já que ele não depende nem é influenciado por técnicas de alavancagem financeira ¹.

Entretanto, para se chegar ao valor do NOPAT, é necessário realizar alguns ajustes contábeis, que serão melhor explicados na próxima seção.

2.4.1. Ajustes contábeis

Segundo, Silva (2013) os demonstrativos de resultados que são divulgados pelas empresas seguem determinadas normas contábeis e estão sujeitas a uma estrutura imposta pela legislação do Estado. Entretanto, para chegarmos ao valor do NOPAT utilizado no cálculo do EVA, é necessário ajustar o lucro operacional calculado de acordo com a legislação brasileira. Assaf Neto (2014) ressalta que essa padronização da estrutura, não permite que os valores contábeis reflitam realmente o potencial de criação de valor de uma empresa.

Para Carvalho (2002, p. 315), apud Oliveira e Barata (2016), os ajustes necessários podem ou não serem importantes, como também podem ou não alterar alguma tomada de decisão. Esses ajustes são enumerados a seguir:

1. Pesquisa e Desenvolvimento (P&D): aplicações, normalmente de uma grande quantia de capital, para investimentos em novas tecnologias ou investimentos em novos produtos, ou ainda para melhorar algum produto existente.
2. Investimentos estratégicos: aplicações em empreendimentos de longo prazo.
3. Depreciação: despesa que não afeta o caixa da empresa e representa o desgaste dos ativos ao longo do tempo.
4. Impostos diferidos: impostos de anos futuros que já foram deduzidos e precisam ser levados de volta ao balanço.

Na visão de Young e O'byrne (2003, p.182) e Parisi e Megliorini (2011, p. 255-256), além dos ajustes supracitados, outros principais aspectos a serem considerados são:

- Contabilidade de esforços vitoriosos
- Provisões para garantias e devedores duvidosos

¹ Termo utilizado no meio empresarial para se referir ao uso de recursos de custo fixo com o intuito de aumentar os retornos obtidos.

- *Goodwill*
- *Leasing Operacional*
- Contabilização do custo do capital
- Participação de minoritários

Não há um consenso na literatura entre quais mudanças devem ser feitas no balanço para se encontrar o valor real do NOPAT. Cada autor julga algumas mudanças mais importantes do que outras, evidenciando que as opiniões dos especialistas são divergentes quanto aos ajustes que devem ser realizados e quais são mais importantes.

2.5. WACC

O WACC (*Weighted Average Capital Cost*), que significa custo médio ponderado do capital, é de suma importância para uma organização. Ele ajuda a determinar o custo total do capital investido, sendo ele de terceiros ou próprio, colaborando assim nas orientações de decisões financeiras.

Na visão de Oliveira e Barata (2016), a estrutura de capital da empresa é dividida em capital de terceiros, que são aqueles que tem origem em empréstimos e financiamentos provenientes de bancos, fornecedores e outras tantas fontes de financiamento, e o capital próprio, que tem como fonte o capital inicial da empresa e novos aportes feito pelos acionistas. Cada uma dessas fontes tem o seu determinado custo e o objetivo do WACC é calcular o custo médio levando em conta essas duas fontes de capital.

Como dito anteriormente, mas melhor explicado por Assaf Neto (2014), o custo de capital é, na maioria dos casos, determinado por uma média dos custos depois de descontados os impostos dos custos de capital de terceiros e os custos de oportunidade do capital próprio, sendo eles ponderados pelas respectivas proporções de cada fonte de capital. Assim, o WACC pode ser calculado como:

$$WACC = \frac{D}{D + CP} \times (1 - IR) \times k_d + \frac{CP}{D + CP} \times k_{cp} \quad (6)$$

onde:

- WACC = Custo médio ponderado de capital
- D = dívidas
- CP = Capital próprio
- IR = Imposto de Renda
- k_d = Custo da dívida
- k_{cp} = Custo do capital próprio

O WACC representa, em termos gerais, a taxa mínima de retorno, ou seja, a atratividade econômica desejada pela empresa em suas decisões de investimento. Se o retorno operacional não for pelo menos igual ao WACC calculado, a empresa estará deixando de remunerar adequadamente as fontes de financiamento (próprio ou de terceiros), prejudicando assim o seu valor frente ao mercado. (ASSAF NETO, 2014)

Portanto, um retorno menor que o WACC significa que a empresa não está sendo capaz de quitar as suas dívidas, com isso acaba gerando uma destruição do seu valor de mercado e consequentemente uma destruição do valor para os acionistas. Por outro lado, quando o retorno é maior que o WACC, tem-se uma geração de riqueza aos seus acionistas, pois a empresa está gerando um valor acima do esperado pelos proprietários de capital e, consequentemente, a maximização do seu valor de mercado e a maximização da riqueza dos acionistas. (ASSAF NETO, 2014)

Nos tópicos 2.5.1 e 2.5.2 será abordado o custo da dívida (k_d) e o custo do capital próprio (k_{cp}), ambas variáveis estão presentes no cálculo do WACC, que está representado pela Equação 6.

2.5.1. Custo da dívida (k_d)

O custo de capital pode ter origem em, basicamente, duas fontes, capital próprio e capital de terceiros, como dito anteriormente. O custo da dívida, também conhecida como custo de capital de terceiros, é visto como um custo explícito, pois consta no balanço da organização em qualquer período de tempo.

O custo do capital de terceiros pode ser calculado conforme a Equação 7, onde R_f é considerada a taxa livre de risco baseada em títulos do tesouro dos EUA. Nesta variável, utiliza-se os títulos do tesouro dos EUA por se tratar de um país com uma das economias mais consolidadas. $Risco_{BR}$ é o prêmio de risco do Brasil, conforme identificado pelos analistas financeiros e pelas agências de risco, já o *Spread* pode ser determinado por empresas classificadoras de risco, com base na capacidade de pagamento do devedor (no caso, a empresa). Para se descobrir o spread, essas agências de riscos criam *ratings* e, para cada nível de classificação, definem um valor de *Spread*.

$$k_d = R_f + Risco_{BR} + Spread \quad (7)$$

De acordo com Assaf Neto (2014), é muito importante saber o valor do spread, pois isso é uma estimativa dos juros que as empresas devem remunerar os seus credores. Na Tabela 1, tem-se um exemplo do *spread* para diferentes níveis de *rating*.

Tabela 1 – *Ratings*, Razão de Cobertura de Juros e *Spread*

Razão de Cobertura de Juros		<i>Rating</i>	<i>Spread</i>
Maior ou igual a	Menor que		
-	0,50	D	12,00%
0,50	0,80	C	10,00%
0,80	1,25	CC	8,00%
1,25	1,50	CCC	7,00%
1,50	2,00	B-	6,00%
2,00	2,50	B	5,00%
2,50	3,00	B+	4,00%
3,00	3,50	BB	3,25%
3,50	4,00	BB+	2,75%
4,00	4,50	BBB	1,75%
4,50	6,00	A-	1,20%
6,00	7,50	A	1,00%
7,50	9,50	A+	0,90%
9,50	12,50	AA	0,70%
12,50	-	AAA	0,40%

Fonte: Damodaran (2017)

2.5.2. Custo do capital próprio

A segunda possível fonte de capital de uma organização é o capital próprio, que a empresa tem à disposição advindo dos investidores. O custo do capital próprio (k_{cp}) revela o retorno desejado pelos acionistas de uma empresa. Basicamente, esse conceito ajuda a entender qual é a taxa que o provedor de capital esperaria receber caso o seu dinheiro tivesse sido aplicado em outro tipo de projeto que tenha risco semelhante. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p. 148)

O maior problema do cálculo do k_{cp} consiste no fato dele ser a remuneração que os acionistas esperam receber da organização. Cada acionista pode ter uma expectativa de retorno diferente do capital que foi investido no projeto, e é neste fato que se consiste a maior dificuldade do cálculo do custo do capital próprio.

Segundo Assaf Neto (2014), uma metodologia que permite calcular o custo do capital próprio é uma derivação da aplicação do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que significa modelo de precificação de ativos.

O CAPM, que foi desenvolvido por William F. Sharpe (1964), Michel C. Jansen (1972) e John Lintner (1965), é um modelo matemático que leva em consideração apenas um fator de risco afetando o retorno dos ativos esperados. Esse fator é o risco de mercado, também conhecido como risco sistêmico, representado pelo *beta* do ativo. (VILELA, 2013)

Para Assaf Neto et al. (2006),

o modelo do CAPM estabelece uma relação linear entre risco e retorno para todos os ativos, permitindo apurar-se, para cada nível de risco assumido, a taxa de retorno que premia essa situação. Embora apresente algumas limitações, o modelo é extremamente útil para avaliar e relacionar risco e retorno, sendo o mais utilizado pela literatura financeira ao estimar o custo de capital próprio.

Complementar à ideia proposta acima, Vilela (2013) expõem que, apesar do CAPM representar poucas condições de um mundo real, onde existem impostos, imperfeições, assimetrias de informações e o fato de cada investidor ter expectativas diferentes, mesmo assim ele é amplamente utilizado pelos analistas.

Dito isso, a Equação 8 representa uma forma de se calcular o custo do capital próprio:

$$k_{cp} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (8)$$

Na Equação 8, assim como na Equação 7, o R_f significa a taxa de retorno dos ativos livres de risco, já o coeficiente β é a medida do risco do ativo em questão (este coeficiente será melhor abordado nas próximas seções). A expressão entre parênteses, $(R_m - R_f)$, chamada de prêmio pelo risco de mercado, é a diferença entre a taxa oferecida pelo mercado (R_m) e a taxa livre de risco (R_f). Isso significa, seguindo os moldes da metodologia CAPM, que a taxa de retorno requerida pelo acionista deve levar em conta a taxa livre de risco, além de um prêmio que remunere o risco que ele está decidindo tomar.

Esta última variável, prêmio pelo risco de mercado, mostra o quanto a mais o mercado paga em relação aos títulos livres de risco. Este prêmio ao ser alavancado, ou seja, multiplicado pelo coeficiente beta do ativo, mostra o risco do mercado ajustado ao ativo em questão. (ASSAF NETO, 2014)

A utilização da Equação 8 no Brasil traz algumas limitações que irão afetar a qualidade dos resultados apurados. Isso é gerado por diversos fatores, como alto grau de concentração das ações negociadas no mercado, baixa competitividade do mercado, entre outros motivos. Assim, em economias emergentes, como é o caso do Brasil, utiliza-se uma variável a mais para se descobrir o custo do capital próprio. A Equação 9 incorpora uma nova variável ao modelo CAPM.

$$k_{cp} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + Risco_{BR} \quad (9)$$

O risco do Brasil ($Risco_{BR}$) representa um prêmio que é esperado pelos investidores ao se aportar dinheiro em uma economia que é considerada emergente. Isso é uma remuneração adicional ao se optar por não aplicar os recursos em uma economia mais estável.

2.5.3. Coeficiente *beta*

O coeficiente *beta* mede o risco sistemático, ou seja, o risco não diversificável de ativos individuais ou de uma carteira de ativos. Trata-se de uma medida de sensibilidade do preço de uma ação ou de uma carteira às oscilações do mercado como um todo. (SILVA, 2013).

Segundo Young e O'Byrne (2003, p.152), quanto maior for o *beta* da organização, maior será o prêmio de risco da empresa e, conseqüentemente, maior será o custo do capital próprio. Por definição, *beta* acima de 1,0 indicam empresas de maior risco e betas abaixo de 1,0, empresas de menor risco.

Para Assaf Neto (2014), o coeficiente *beta* é a variável de maior dificuldade de estimação. Para o seu cálculo, é necessário identificar no mercado referência uma amostra de empresas do mesmo ramo e com características operacionais semelhantes à organização que está sendo avaliada. O *beta* médio descoberto através desse cálculo é entendido como o risco da empresa em questão.

Existem dois tipos de *beta*, alavancado e não alavancado. O *beta* alavancado é o determinado pelo risco dos ativos da empresa e pelo risco do endividamento da empresa, ou seja, a sua alavancagem financeira. Já o outro tipo de *beta*, é determinado pelo setor em que a empresa está inserida e o grau de alavancagem operacional. O *beta* alavancado é maior que o não alavancado por causa do risco financeiro e, à medida que a empresa aumenta, sua alavancagem financeira (ou seja, o seu endividamento) normalmente se elevam. Por consequência, o risco e o valor do β se tornam mais altos também. (ASSAF NETO, 2014)

2.5.4. Capital Investido

Por fim, a última variável da Equação 5 é o capital investido. Essa variável vai ser multiplicada pelo WACC, que já foi melhor explicado acima.

O capital investido é todo o montante de dinheiro investido na empresa ao longo de sua existência. Esse capital não deve ser distinguido em capital próprio, ou capital de terceiros. Independentemente da sua origem, todo capital deve ser contabilizado, o mesmo vale para a aplicação do aporte financeiro. Não importa se ele foi utilizado apenas para a aquisição de um novo ativo, ou para financiar o capital de giro. Ao se tratar de capital investido, a sua fonte ou o seu destino é indiferente, tudo deve ser contabilizado. (PRISI; MEGLIORINI, 2011, p.255)

2.6. Vantagens e desvantagens do EVA

Assim como qualquer outro instrumento/ferramenta estratégica utilizada no meio organizacional, pode-se notar uma gama ampla de benefícios ao se utilizar o EVA, mas também existem algumas desvantagens. Para Ehrbar (1999, p.4), o EVA pode ser utilizado em praticamente todo lugar, pelo fato de ser uma abordagem correta para todas as empresas, não importando o ambiente em que ela está inserida nem o momento pelo qual a organização está passando.

O EVA tem se mostrado um ótimo sistema de gestão financeira, pois através desse instrumento os tomadores de decisões de uma organização têm um panorama de quais decisões aumentarão o lucro econômico e, por consequência, geram maior riqueza aos acionistas. (Ehrbar,1999, p.8)

Além disso, Assaf Neto (2014) classifica o EVA como uma ótima forma de revelar inúmeras outras oportunidades de ganhos, como por exemplo, maior giro ou ainda uma escolha mais adequada de estrutura de capital, o que não é possível com os indicadores financeiros tradicionais. O EVA é capaz também de identificar quais são os ativos que estão destruindo valor, ou seja, ativos que se apresentam incapazes de remunerar o capital investido.

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) afirmam que o EVA também pode ajudar na tomada de decisão sobre quais projetos devem ser mantidos e quais devem ser descontinuados. Mesmo que alguns projetos apresentem retornos positivos, eles podem ser deixados na inatividade caso esse valor positivo seja inferior ao custo do capital.

Já Young e O'byrne (2003, p.31) pontuam como vantagem o fato do EVA ser um forte estimulador para os administradores, pois através dele as pessoas irão sempre buscar e implementar investimentos que possam ser criadores de valor.

Segundo Vilela (2013), o fato do EVA considerar em seus cálculos o custo do capital próprio, ao levar em conta o risco do negócio, transforma-o em uma grande ferramenta para medir o desempenho. Os proprietários de capital, ao perceberem que o risco é grande, exigirão uma remuneração maior, assim como os bancos, financiadoras e outras instituições também o farão. O autor ainda elenca como um ponto positivo o EVA ser de fácil entendimento e conceitualmente claro.

Outro autor que aborda as vantagens é Souza (2003, p.196-197), que traz uma lista de benefícios que uma organização terá ao utilizar a criação de valor, tais como:

- Os administradores da empresa acabam se preocupando mais com os custos do capital que está sendo utilizado na organização
- Procedimentos ou ações que não estejam ajudando na criação de valor são eliminados. Com isso pode-se terceirizar uma atividade, parar de produzir um produto, entre outras opções
- Melhoria constante na alocação de recursos.

Para Vilela (2013), uma das principais desvantagens do EVA é o fato dessa ferramenta precisar de alguns ajustes para a sua implementação – e a própria criadora desse método, a Stern-Stewart, sugere 164 possíveis ajustes. Portanto, cada empresa pode escolher alguns ajustes possíveis e realizar o cálculo do EVA. Por esse motivo, não se deve comparar os EVAs calculados pelas empresas, mesmo que sejam do mesmo setor, pois cada uma pode ter escolhido um ajuste em questão. Só é recomendável fazer essa comparação quando o EVA é calculado por uma consultoria externa, onde ela irá utilizar os mesmos ajustes para todas as empresas.

Outro ponto bastante destacado de forma negativa no EVA é a diversidade de formas de se calcular o valor econômico agregado, apresentando assim uma falta de padronização e regulamentação em seus cálculos.

Para Shil (2009), apud Vilela (2013), essa ferramenta utiliza dados passados e, portanto, faz o cálculo do valor sobre os resultados que já foram apresentados, sem mostrar o potencial de criação de valor da empresa no futuro. Seguindo a mesma linha de raciocínio, Souza (2003, p. 197-198), comenta que o EVA não é suficiente para avaliar um possível projeto ou organização, pois para a realização de seus cálculos são utilizados valores do passado, ou no máximo, valores do presente. Com isso, essa medida acabada ficando inviável para organizações recém-criadas devida à falta de histórico.

Ainda segundo a visão de Souza (2003, p. 197-198), ao se adotar o EVA, uma das consequências que podem ser vistas dentro da organização é o subinvestimento, já que os administradores são desencorajados a realizar grandes investimentos.

2.7. Fatores que aumentam o EVA

Segundo alguns autores, há determinadas medidas que podem ser tomadas com a finalidade de aumentar o EVA. Na visão de Souza (2003, p 193), como o EVA é resultado de uma divisão feita entre o lucro gerado pela empresa e o capital que está disposto a ela, há duas maneiras matemáticas de se aumentar o indicador: ou se aumenta o valor que está no numerador (lucro), ou se diminui o valor do denominador (capital). As medidas possíveis são:

1. A empresa deve investir o dinheiro em projetos que criem valor, ou seja, escolher projetos cuja taxa de retorno seja maior que o custo do capital utilizado (WACC)
2. Para se melhorar o EVA, a empresa deverá aumentar os seus lucros sem dispende de mais capital, através de um aumento da taxa de retorno.
3. A empresa deves eliminar as atividades/projetos/ativos que não geram um retorno adequado e que, portanto, estão destruindo valor.

Já na visão de Young e O'byrne (2003, p. 73), além das medidas que foram propostas acima, os autores propõem outras duas formas para se maximizar o valor do EVA, como:

1. Alongamento dos investimentos onde haja expectativa do retorno ser superior ao custo do capital empregado, ou seja, alongamento do período em que o NOPAT é maior que o WACC
2. Tentar buscar através de negociações uma redução no custo do capital

3. METODOLOGIA

Neste capítulo, primeiramente descreve-se o enquadramento metodológico do estudo. Em seguida, apresentam-se a população e a sua amostra, além dos procedimentos utilizados para a coleta de dados. Por último, destacam-se as limitações metodológicas.

3.1. Enquadramento metodológico

Segundo Gil (2007), pesquisa é um procedimento racional e também sistemático, onde o seu objetivo é obter respostas aos problemas que foram propostos. Surge a necessidade de se criar uma pesquisa quando não se tem as respostas prontas ou informações necessárias para se responder ao problema. Marconi e Lakatos (1999), veem a pesquisa como sendo instrumento de encontrar possíveis respostas para questões propostas através de métodos científicos e não apenas como sendo um jeito de se procurar a verdade.

Complementar ao que se foi dito no parágrafo acima, tem-se a necessidade de se fazer uma pesquisa sempre que surge um problema do qual não se tem uma resposta. Com isso, surge a necessidade de se fazer algumas hipóteses, as quais serão confrontadas com os resultados descobertos no fim da pesquisa. (MARCONI e LAKATOS, 1999)

Com relação ao enquadramento metodológico do estudo, utiliza-se uma abordagem quantitativa à análise de dados. Segundo Sampieri et al. (2003), essa abordagem utiliza a

coleta de dados com base em medição numérica, além de realizar uma análise estatística. Portanto, os dados levantados através dos demonstrativos financeiros e contábeis das organizações em questão foram analisados de forma quantitativa. Já uma análise qualitativa aconteceu por meio da leitura de informações a respeito das organizações da amostra do presente trabalho afim de auxiliar a análise dos resultados obtidos.

O presente trabalho seguirá o modelo proposto por Vergara (2010), sendo dividido em duas partes, a primeira será quanto aos fins e a segunda quanto aos meios.

Quanto aos fins

Quanto aos fins, o trabalho se enquadra como exploratório, que, segundo Gil (2007), tem como “objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses”. Já na visão de Sampieri et al. (2003), a pesquisa exploratória pode ser entendida como:

Realizam-se estudos exploratórios, normalmente quando o objetivo é examinar um tema ou problema de pesquisa pouco estudado, do qual se tem muitas dúvidas ou não foi abordado antes. Em outras palavras, quando a revisão de literatura revela que há temas não pesquisados e ideias vagamente relacionadas com o problema de estudo; ou seja, se desejarmos pesquisar sobre alguns temas e objetos com base em novas perspectivas e ampliar os estudos já existentes.

Portanto, o presente trabalho pode ser considerado exploratório, pois há estudos parecidos com o proposto, mas em outras áreas, nenhuma delas relacionada com o setor de Cultivos da Natureza. Além disso, para se alcançar os objetivos desejados, é necessário que haja um aprofundamento nas informações disponibilizadas e, assim, espera-se descobrir respostas para as problemáticas propostas.

Quanto aos meios

Já em relação aos meios, ele se enquadra como um estudo de caso, o qual tem como característica um estudo profundo e exaustivo de alguns objetos, fazendo com que se permita o seu amplo e detalhado conhecimento. (GIL, 2007) Já na visão de Tull (1976, p 323) apud Bressan (2000), o estudo de caso refere-se a uma análise intensiva sobre um ou poucos objetos.

Um estudo de caso é limitado a poucas unidades, sendo que essas unidades podem ser entendidas como produto, empresa, órgão público, entre outras coisas. As suas principais características são detalhamento e aprofundamento no tema, e esse estudo pode ou não ser realizado no campo. Pode ser considerado como uma investigação empírica, que pesquisa fenômenos que acontecem dentro do contexto real. (VERGARA, 2010) (MARTINS e LINTZ, 2007)

O trabalho pode se enquadrar também como bibliográfico, que segundo Santos e Filho (2012) proporciona um conhecimento prévio sobre o tema em questão. Já na visão de Gil (2007), a pesquisa bibliográfica é desenvolvida tendo como base materiais que já foram elaborados, como livros e artigos científicos. Portanto, nesse trabalho, utilizou-se de informações disponíveis tradicionalmente em livrarias e bibliotecas, mas atualmente também existem as mídias digitais, que são uma fonte extremamente rica em informações. Na visão de Máttar Neto (2002), a internet é uma excelente ferramenta para se buscar informações, já que nela encontra-se assuntos atuais, coisa que seria difícil ou impossível encontrar nas bibliotecas. Dito isso, para a realização deste trabalho, também se utilizou das mídias sociais para a coleta de dados, como por exemplo o site www.assafneto.com, que disponibiliza todos os balanços patrimoniais da amostra.

Outro possível enquadramento do trabalho quanto aos seus meios é o de pesquisa documental, sendo que esse tipo de pesquisa se assemelha muito a pesquisa bibliográfica, mas a sua grande diferença é que a documental não recebeu ainda um tratamento mais analítico. (GIL, 2007). Já para Marconi e Lakatos (1999) a pesquisa documental pode ser feita através de arquivos públicos, arquivos particulares e fontes estatísticas. Ela pode se enquadrar nesse procedimento devido à utilização das informações (balanços patrimoniais) das empresas.

Portanto, segundo Gil (2007), este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa de dados de papel, já que das únicas informações que se utiliza, nenhuma foi descoberta em campo, através de entrevistas ou de visitação a empresas, mas sim através das informações disponibilizadas nas mídias sociais.

3.2. População, amostra e coleta de dados

O setor analisado nesse estudo é o de Cultivos da Natureza, classificação utilizada pelo Instituto Assaf Neto (2017) para denotar empresas que utilizam da natureza como atividade chave. Nesse setor, são consideradas apenas as empresas cujo produto ou subproduto faça parte da alimentação dos seres humanos.

Com isso, o setor de papel e celulose, que também de utilizada da natureza para as suas atividades econômicas, não se enquadra no setor de cultivos da natureza pelo simples fato de nenhum produto gerado por esse setor ser digerível pelo ser humano.

Dito isso, as empresas que se enquadram nesse setor são aquelas que se utilizam da natureza para gerar produtos comestíveis. Por exemplo, empresas processadoras de cana-de-açúcar: um dos produtos que a cana pode gerar é o açúcar, que faz parte da alimentação. Outros exemplos são as empresas produtoras de frutas e grãos.

Historicamente, 11 empresas já foram consideradas do setor de Cultivos da Natureza entre os anos de 2000 e 2016, sendo que apenas 6 empresas continuam operando na bolsa de valores. Isso se deve ao fato de algumas terem sido comprados por outras empresas do mesmo setor, como é o exemplo da Usina Costa Pinto que foi comprada pela Raízen. Outras empresas deixaram de ser listadas porque fecharam o capital, como é o exemplo da Rasip Agro Pastoril, cujas ações deixaram de ser negociadas na bolsa de valores no ano de 2012. Com isso, restam apenas 6 empresas do setor que ainda continuam com o capital aberto, segundo o Instituto Assaf Neto (2017), a saber:

1. Biosev
2. Cosan
3. Cosan Ltd
4. Pomi Frutas
5. São Martinho
6. SLC Agrícola

Um critério utilizado para definição da amostra para o presente trabalho foi considerar apenas organizações que continuavam com o capital aberto até o ano de 2016, desconsiderando assim as empresas que pararam de deixaram de ser negociadas na bolsa de valores antes do ano em questão. Outro critério para a amostra foi o horizonte temporal, que abrange os anos de 2010 a 2016. Considerando ambos os critérios, a amostra deveria ser constituída por 42 exercícios. No entanto, devido ao fato da Biosev ter entrado na bolsa de valores, ou seja, ter aberto o capital apenas no ano de 2013, a amostra efetiva utilizada neste trabalho possui um total de 39 exercícios observados, representado 92% das possibilidades de observação.

3.3. Cálculo e ajustes contábeis

Como já mencionado na revisão bibliográfica, a Equação 5 (pág. 18) será utilizada para o cálculo do EVA.

3.3.1. Ajustes no NOPAT

Já em relação aos ajustes contábeis necessários para se encontrar o valor do NOPAT, o único ajuste realizado foi a contabilização da depreciação em seu cálculo. Como mencionado na seção revisão bibliográfica e segundo Carvalho (2002, p. 315), apud Oliveira e Barata (2016), há diversos ajustes que podem ser feitos, e eles podem ou não fazer efeito em seus cálculos. Portanto, não há uma padronização de ajustes nem uma quantidade certa de ajustes que devem ser feitos para que o cálculo do NOPAT seja considerado certo.

Levando em consideração tudo o que foi mencionado acima, para o cálculo do NOPAT será considerado apenas a contabilização da depreciação nos ajustes. Outro ponto importante para a escolha de apenas esse ajuste se dá pelas poucas informações necessárias que se tem disponível nos balanços patrimoniais, dificultando que outros ajustes sejam feitos.

3.3.2. IR e CSLL

O presente trabalho irá utilizar duas formas para o cálculo dos seguintes impostos: IR e CSLL. Esta variável vai impactar diretamente o cálculo do WACC e, consequentemente, o resultado do valor adicionado ao acionista.

Primeira forma:

A primeira forma de cálculo desses impostos será feita com base no que a Lei prevê, ou seja, serão utilizados os valores que constam na constituição brasileira. Em relação ao IR a Lei nº 9430 de 27 de dezembro de 1996, outorgada pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso estabelece que, a partir do ano de 1997, o imposto sobre pessoa jurídica passa a ser de 15% sobre o lucro real. Caso a organização obtenha um lucro acima de 20.000 reais mensais, será cobrada uma alíquota adicional de 10%, totalizando, assim, um possível valor 25% de IR.

Já em relação a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL), a Lei Nº 7689 de 15 de dezembro de 1988 estabelece que o valor a ser pago é de 9% em cima do lucro líquido obtido no exercício pela organização.

Portanto, para a primeira forma do cálculo desses impostos será utilizado o valor de 34% (25% do IR + 9% do CSLL).

Tal método de cálculo também é proposto por Assaf Neto (2014),

No Brasil, a alíquota de Imposto de Renda para a maioria das empresa é de 34%. Esse percentual é formado pela soma de uma alíquota de 15% de Imposto de Renda da pessoa jurídica (IRPJ), mais um adicional de 10% sobre o excedente de certo limite de lucro, mais um acréscimo de 9% de alíquota referente à contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL)

Portanto, a primeira forma de cálculo seguirá o método proposto por Assaf Neto (2014), que é previsto na constituição brasileira.

Segunda forma:

A outra forma que será utilizada para o cálculo desses impostos será denominada de imposto efetivo, ou seja, o imposto que a organização realmente pagou no período em questão.

Para se descobrir esse montante, a Equação 10 mostra a forma que será utilizada para encontrar o valor do imposto efetivo:

$$\text{Imposto efetivo} = \frac{\text{Provisão de IR e CSLL}}{\text{Resultado antes IR/CSLL}} \quad (10)$$

3.3.3. Capital Investido

Para o cálculo do capital investido será utilizada a metodologia proposta por Gitman (2010). Segundo o autor, o capital investido são os ativos de longo prazo, ou seja, os valores que constam no passivo circulante não são considerados parte do capital investido. Portanto, o valor dessa variável será encontrado após a soma do passivo não circulante com o patrimônio

líquido, ou a subtração do passivo circulante do valor do passivo total mais patrimônio líquido. Essa fórmula pode ser melhor entendida nas Equações 11 e 12, que se encontram logo abaixo.

$$\text{Capital investido} = \text{Passivo não circulante} + P.L \quad (11)$$

ou

$$\text{Capital investido} = \text{Passivo e P.L} - \text{passivo circulante} \quad (12)$$

3.4. Limitações metodológicas

Um aspecto importante para se considerar neste ponto é a limitação do horizonte temporal da amostra, considerando apenas os balanços patrimoniais entre os anos de 2010 a 2016, desconsiderando assim os balanços disponíveis de 2000 a 2009. Outro ponto que pode ser levantado nesse tópico é também referente à limitação da amostra a apenas empresas que continuam operando na bolsa de valores até 2016, desconsiderando assim organizações que podem ter tido ações na bolsa de valores até os anos anteriores, mas que por algum motivo deixaram de ser negociadas antes de 2016.

Outro aspecto importante que pode impactar no desenvolvimento do estudo é a possibilidade de insuficiência dos dados apresentados nos demonstrativos contábeis. Normalmente, quase todas as informações que são necessárias para o cálculo da ferramenta EVA são encontradas nos balanços patrimoniais e/ou nos demonstrativos de resultados. Todavia, nem sempre as informações necessárias são apresentadas.

4. RESULTADOS

Neste capítulo serão apresentados os resultados obtidos para o EVA de cada empresa analisada, mostrando um comparativo entre o EVA calculado com o imposto previsto pela lei e o EVA calculado com o imposto realmente pago pelas organizações em cada período analisado.

4.1. Análise do EVA de todas as empresas

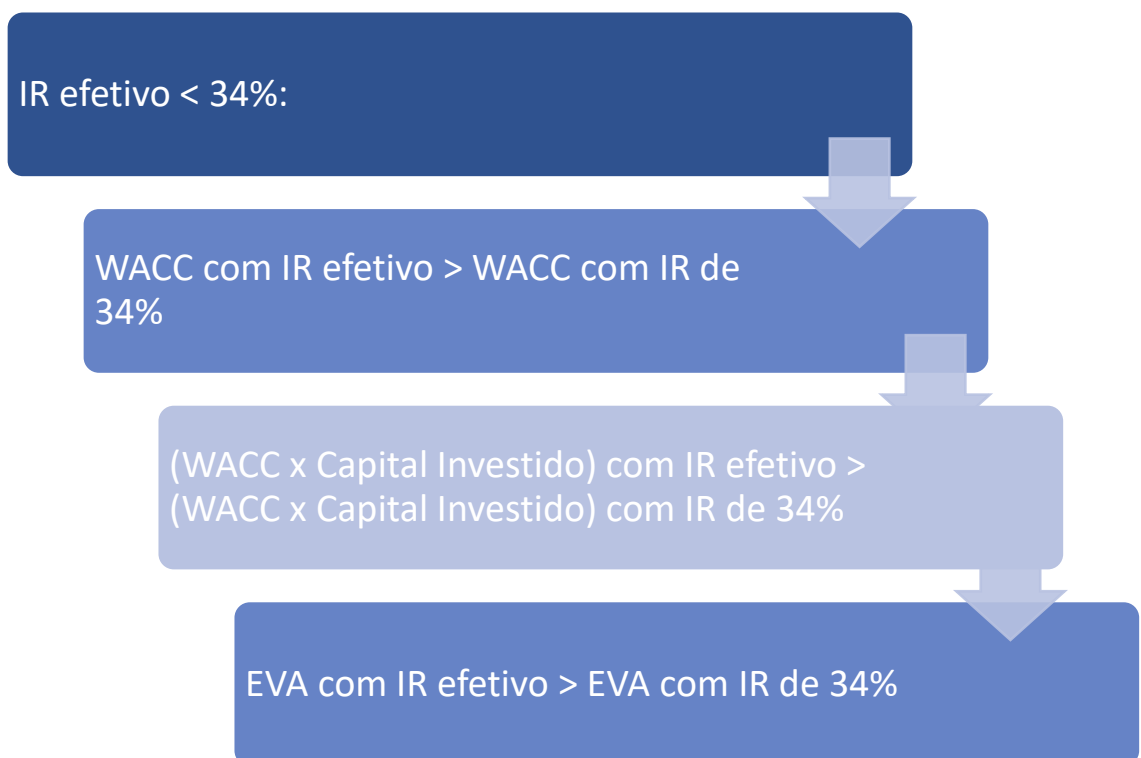
Neste primeiro momento, será apresentado uma análise geral de todas as organizações com base nas figuras que estão localizadas abaixo. Em um segundo momento, será feita uma análise mais precisa sobre o comportamento deste indicador para algumas organizações.

Segundo a Equação 5 para o cálculo do EVA, que pode ser encontrada na página 18, há 3 variáveis que impactam no valor calculado deste indicador, a saber: NOPAT, Capital Investido e WACC. O presente trabalho contemplou duas formas diferentes de calcular o

imposto de renda e, por conta disso, obteve-se dois valores diferentes de WACC que resultam em dois valores de EVA para o mesmo período analisado.

Observa-se uma importante diferença de valores calculados do EVA para as duas representações de imposto de renda utilizadas. Em todos os anos e para todas as empresas, o EVA calculado através da alíquota de imposto estabelecida pela lei é sempre maior no caso dos valores positivos, ou sempre menos negativo no caso dos valores negativos. Portanto, em quaisquer circunstâncias, o EVA calculado com a alíquota de imposto de renda de 34% é melhor do que o EVA calculado com a alíquota de imposto de renda efetiva.

Claramente há dois tipos de cenários possíveis, quando o IR efetivo é menor que 34% e quando o IR efetivo é maior que 34%. Para o primeiro caso, através da equação (6) que estima o valor do WACC que se encontra na página 20, um IR menor que o proposto pela lei faz com que o seu WACC seja maior, aumentando assim, também, o valor do produto da operação ($WACC \times \text{Capital Investido}$) e, por fim, isso causa uma diminuição do EVA, já que o produto da operação acima será subtraído do NOPAT. O que foi dito agora pode ser melhor entendido no esquema abaixo:



Enquanto que para o outro cenário (IR efetivo maior que alíquota estabelecida pela lei) aconteceria o contrário, ou seja: diminuiria o WACC, que por consequência iria diminuir também o produto de (WACC x Capital Investido) e, por fim, causaria um aumento do EVA (já que o valor subtraído pelo NOPAT será menor que quando se utiliza o IR de 34%).

Portanto, através do que foi exposto anteriormente evidencia-se que o IR efetivo pago pelas organizações foi sempre menor que o valor proposto pela lei, ou seja, o valor do IR que consta nas demonstrações de resultado dessas empresas é menor que 34%.

4.2. Análise geral e específica do EVA

Nessa seção, é feita uma análise comparativa entre todas as empresas e os possíveis motivos que explicam os resultados, à luz do que foi escrito na parte introdutória deste trabalho sobre cada empresa.

A empresa que mais se destacou em todos os anos de forma positiva foi a São Martinho. Nos 7 anos analisados (2010-2016), o EVA dessa empresa foi sempre positivo, tanto com o cálculo utilizando o IR efetivo quanto com o IR proposto por Lei. Já, de forma negativa, pode-se citar Cosan Ltd., Pomi Frutas e SLC Agrícola. As duas primeiras conseguiram alcançar 6 anos de EVA negativo, enquanto que a última obteve um ano a menos, alcançando assim 5 anos.

O único período em que Cosan Ltd. apresentou EVA positivo foi no ano de 2011. Seu pior resultado foi no último período analisado, quando o EVA apresentou uma redução de 27% em relação ao ano de 2015 com alíquota de IR de 34% e redução de 29% considerando IR efetivo. Entretanto, a maior redução do EVA para esta empresa ocorreu em 2015, quando ocorreu uma queda de mais de 400% no indicador calculado através de ambos os métodos. Essa grande variação pode ser explicada através do balanço patrimonial da organização, que em 2015 quase dobrou o seu capital investido e obteve um aumento muito grande no seu passivo não circulante (causado por um aumento nos empréstimos e financiamentos). Esse aumento brusco no capital investido provocou essa importante redução do EVA.

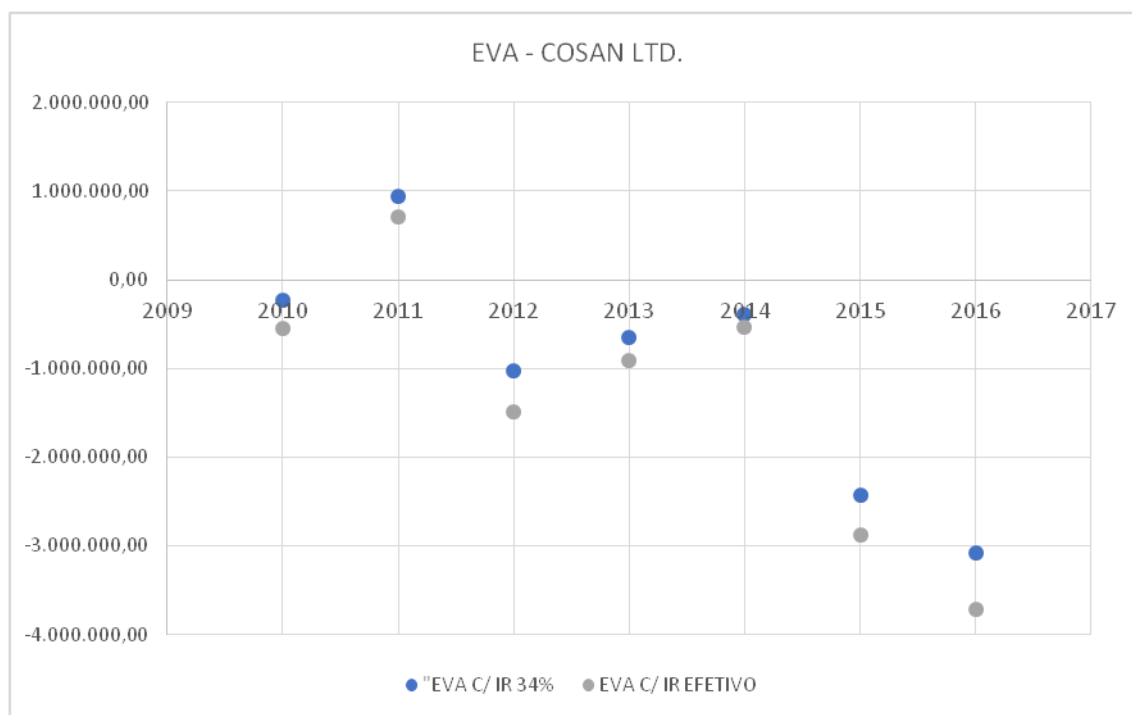


Figura 1 – Comparativo dos EVA's da COSAN LTD.

Fonte: resultados da pesquisa

Outra empresa que apresentou desempenho similar é a Pomi Frutas, a qual também obteve EVA negativo (para ambos os cálculos) em 6 ocasiões. O único ano positivo para esta organização foi em 2013. Outra coisa em que ela se assemelha a Consan Ltd. é que em 2015 houve a maior redução entre os períodos analisados, mais de 230% em relação ao EVA para o ano de 2014. Olhando o balanço patrimonial da organização, percebe-se que em 2015 houve um aumento do seu patrimônio líquido, causado pela injeção de capital de um grupo de investidores que adquiriu a empresa nesse ano.

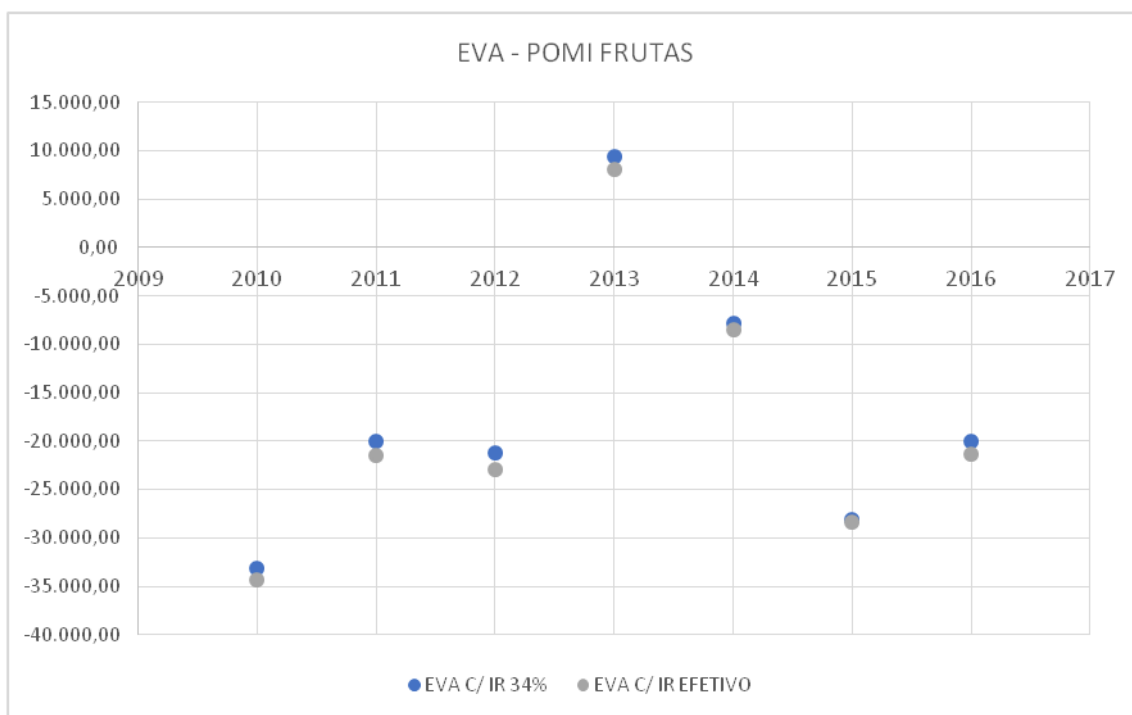


Figura 2 – Comparativo dos EVA's da Pomi Frutas

Fonte: resultados da pesquisa

Seguindo a mesma tendência das duas empresas descritas acima, a SLC Agrícola também obteve um destaque negativo nos resultados: em 5 dos 7 anos, ela alcançou resultados negativos do EVA. Os únicos anos positivos para esta organização foram em 2011 e 2013.

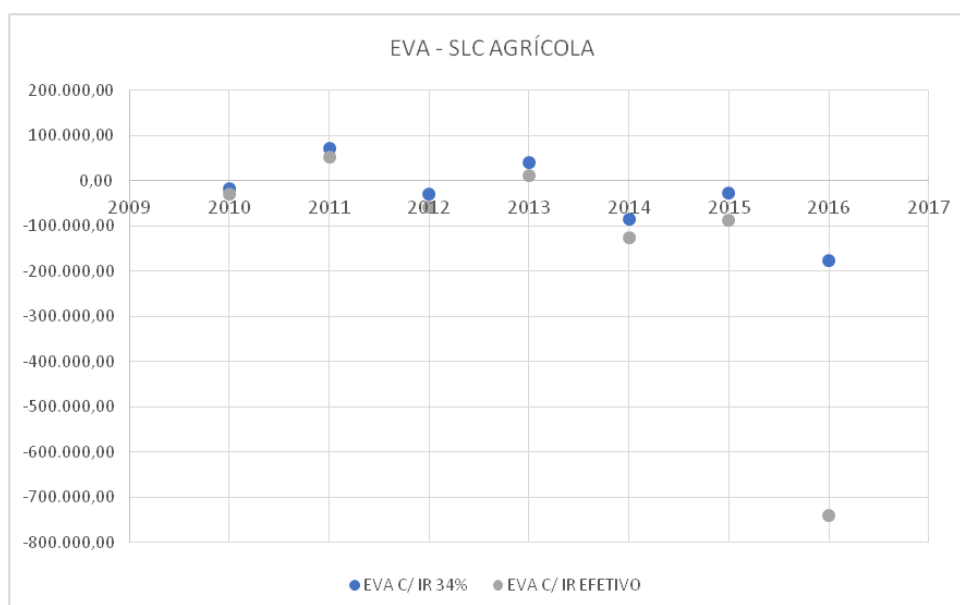


Figura 3 – Comparativo dos EVA's da SLC Agrícola

Fonte: resultados da pesquisa

A São Martinho foi a organização que obteve o melhor resultado em relação a todas as outras, pois foi a única que conseguiu um EVA positivo em todos os anos analisados. O seu melhor desempenho foi no último ano analisado, 2016, no qual ela obteve um EVA de R\$ 384.126,30 considerando a alíquota de IR de 34% e R\$ 338.618,08 para uma alíquota efetiva de IR do período.

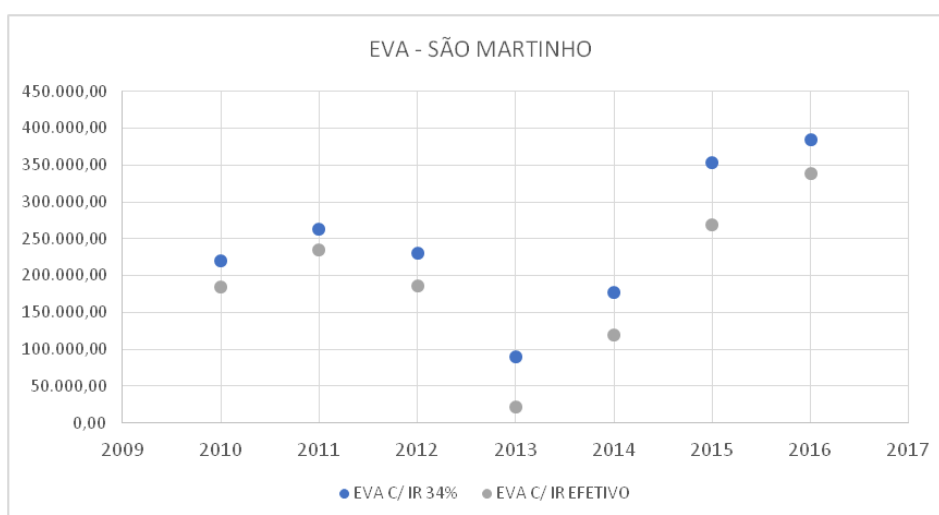


Figura 4 – Comparativo dos EVA's da São Martinho

Fonte: resultados da pesquisa

As duas últimas organizações que faltam ser abordadas são a Cosan e a Biosev. Para ambos os casos há uma peculiaridade, pois em alguns períodos (1 para Cosan e 2 para Biosev) o EVA calculado com a alíquota proposta pela lei foi positivo, enquanto com a alíquota efetiva o valor encontrado foi negativo. Esta diferença é explicada usando a mesma lógica explanada anteriormente: quando o IR efetivo é menor que 34%, o EVA sempre será menor em comparação com um calculado com a alíquota definida pela Lei.

Para a Cosan, levando em consideração os resultados obtidos através da alíquota de 34%, em 4 dos 7 anos analisados a empresa apresentou EVA positivo. Já, quando se utiliza a alíquota efetiva, o número de anos cai para 3, pois em 2016 o resultado também passa a ser negativo. O período em que ela obteve a maior variação positiva foi entre 2010-2011. O

aumento considerando a alíquota de IR de 34% foi de 361%, enquanto com a alíquota efetiva de IR o aumento calculado foi de 880%, aproximadamente. Olhando as variáveis deste ano o NOPAT mais que dobrou, de 2010 a 2011. Este aumento foi causando pelo aumento do resultado operacional líquido após os impostos da companhia.

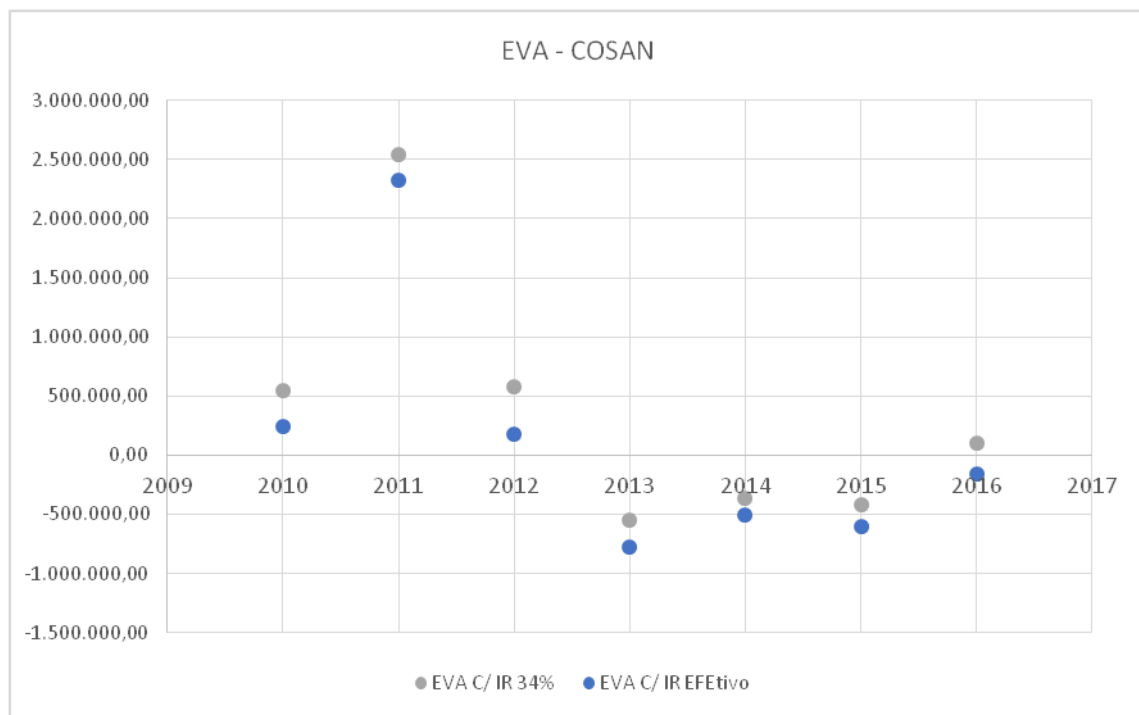


Figura 5 – Comparativo dos EVA's da COSAN

Fonte: resultados da pesquisa

Já para a Biosev, diferentemente das outras empresas analisadas, há apenas 4 anos de informações disponíveis para compor a amostra, pois sua abertura de capital ocorreu em 2013. A peculiaridade apontada anteriormente na mensuração do desempenho da Cosan, pode ser notada também na Biosev: em 2015 e 2016 os métodos utilizados para calcular o EVA apresentaram resultados conflitantes.

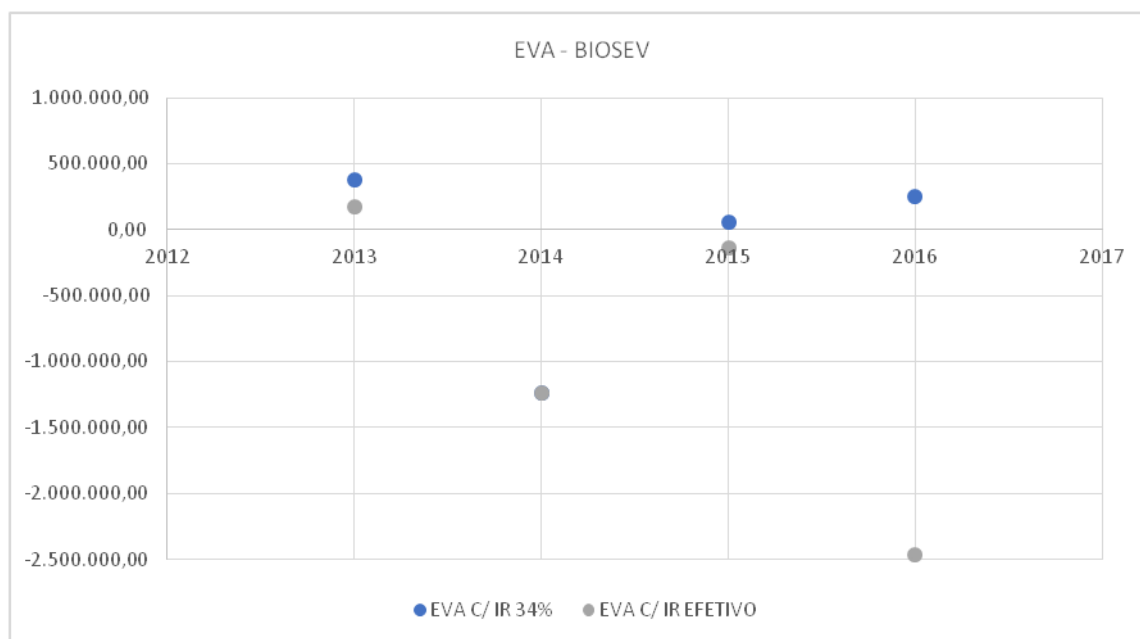


Figura 6 – Comparativo dos EVA's da Biosev

Fonte: resultados da pesquisa

As Tabelas 2 e 3, a seguir, apresentam os EVAs calculados para empresas analisadas através das duas abordagens metodológicas utilizadas.

Tabela 2 – Valores para EVA utilizando alíquota de 34%

	Cosan	Cosan Ltd	Biosev	São Martinho	SLC Agrícola	Pomi Frutas
2010	549.556,20	-235.224,87		219.406,68	-16.678,70	-33.135,97
2011	2.537.597,82	941.037,08		262.361,99	70.653,41	-20.072,52
2012	583.274,95	-1.028.269,43		229.724,16	-29.358,48	-21.176,47
2013	-547.683,42	-656.931,38	375.776,28	90.389,55	39.185,74	9.431,47
2014	-361.176,23	-383.295,87	-1.236.649,79	177.383,47	-85.392,83	-7.778,18
2015	-420.279,03	-2.428.826,07	61.221,70	353.848,07	-28.107,62	-28.059,38
2016	96.372,57	-3.085.377,78	249.902,17	384.126,30	-175.670,10	-19.966,90

Fonte: resultados da pesquisa

Tabela 3 – Valores para EVA utilizando alíquota efetiva

	Cosan	Cosan Ltd	Biosev	São Martinho	SLC Agrícola	Pomi Frutas
2010	237.285,09	-553.202,33		184.247,80	-30.694,08	-34.375,82
2011	2.324.687,42	705.686,10		235.036,72	51.265,02	-21.494,11
2012	172.722,59	-1.484.051,58		186.505,70	-59.253,17	-22.954,54
2013	-770.994,34	-905.495,24	170.975,09	21.647,80	11.315,53	8.053,32
2014	-503.807,39	-536.414,62	-1.239.333,89	119.174,90	-126.613,88	-8.551,84
2015	-600.221,54	-2.871.040,69	-136.499,63	268.459,06	-88.361,38	-28.386,13
2016	-158.175,37	-3.717.567,59	-2.463.614,15	338.618,08	-741.185,66	-21.406,01

Fonte: resultados da pesquisa

4.3. Comparação do EVA com o preço da ação

Nesta etapa do trabalho, será feita uma comparação entre os preços das ações com relação ao valor calculado do EVA, afim de examinar se os investidores levam em consideração o EVA das organizações na tomada de decisão para escolher onde alocam os seus recursos.

A São Martinho, como pode ser observado na Figura 8, está refletindo o que foi encontrado no cálculo do EVA, ou seja, os investidores estão percebendo que a empresa tem um ótimo potencial para a criação de valor e com isso o preço da ação está neste crescimento ao longo do período com pouquíssimas variações negativas.

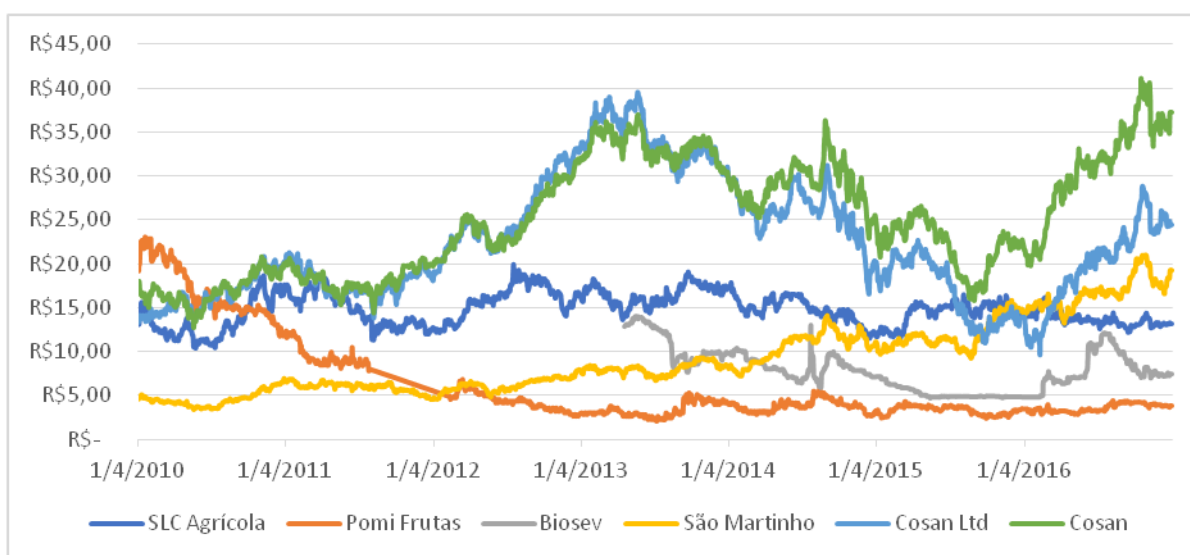


Figura 7 – Evolução do preço das ações das empresas analisadas entre 2010 à 2016.

Fonte: resultados da pesquisa

O preço da SLC Agrícola permaneceu em um mesmo patamar durante todo o período pesquisado, obtendo poucas variações tanto positiva quanto negativa. Isso não reflete o que se esperava encontrar, já que o seu EVA em quase todos os anos foi negativo e, assim, esperava-se que os investidores percebendo que o grupo estava destruindo valor venderiam as suas ações, levando a uma desvalorização da SLC Agrícola.

O comportamento dos preços das ações da Cosan e da Cosan Ltd. são bem idênticos. Porém, o EVA da Cosan Ltd. em praticamente todos os anos se apresentou com valores negativos, diferentemente do EVA da Cosan, que em apenas um ano se apresentou negativo. Portanto, esperava-se um comportamento diferente dessas ações, o que não foi observado na prática.

As ações da Pomi Frutas, assim como as da São Martinho, parecem ter uma certa coerência com o valor encontrado do EVA. O valor econômico agregado da Pomi Frutas acumulou quase todos os anos negativos (5 dos 6 anos analisados) e o valor da ação se desvalorizou constantemente durante esse período. Pode-se, então, concluir que os investidores notaram que essa empresa ao invés de criar valor acabava destruindo e, por consequência disso, vendiam as suas ações causando assim uma diminuição no preço da ação da empresa em questão.

A Biosev por sua vez, apresentou resultados coerentes com os valores do EVA calculados quando se utilizou o imposto de 34%, pois acompanhou a tendência de alta e queda do EVA. Já quando se compara com o EVA calculado utilizando o imposto efetivo, percebe-se que a ação não segue a mesma tendência que o valor econômico agregado, já que em 3 dos 4 anos obteve um valor negativo, esperando-se assim um preço de ação com tendência de baixa. Entretanto, o que se encontrou foi um preço de ação com relativa estabilidade, sofrendo apenas algumas oscilações durante o período analisado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como principal objetivo analisar as empresas do setor Cultivos da Natureza, classificação utilizada pelo Instituto Assaf (2017) para denotar empresas de capital aberto que, de alguma forma, utilizam da natureza/terra para a obtenção de ganho de capital, e verificar se essas empresas são criadoras ou destruidoras de valores para os acionistas das organizações.

Analisando os dados é possível concluir que em apenas 18 ocasiões das 39 possíveis obteve-se um valor positivo de EVA, utilizando a alíquota de imposto de 34%, totalizando assim praticamente 46% da amostra. Ao utilizar o imposto efetivo, esse valor de EVA positivo cai para 15 em 39 ocasiões possíveis, totalizando assim, aproximadamente, 38% da amostra. Pode-se dizer, portanto, que essas empresas destruíram valor, ao invés de criá-lo aos seus acionistas, em mais da metade dos anos analisados.

Com o intuito de descobrir se isto estava sendo percebido pelos acionistas dessas organizações, fez-se uma análise dos preços das ações ao longo do mesmo período e, pela pesquisa feita, nota-se que nem todas as ações exibiram o comportamento esperado para os valores de EVA que foram encontrados.

Vale ressaltar que essa diferença entre o preço da ação e o EVA pode ser explicado, pelo menos em parte, pelo fato de que o cálculo do EVA se baseia em dados passados, porém os acionistas podem tomar suas decisões de investimento com base em expectativas futuras – algo que não pode ser explicado, em sua totalidade, pelo passado da companhia.

O presente trabalho utilizou duas metodologias para o cálculo do valor econômico agregado, uma com a alíquota de imposto que é prevista na Lei e outra com a alíquota efetiva, que considera o imposto realmente pago pelas empresas em cada período. Essa abordagem se fez necessária para evidenciar a sensibilidade do EVA a possíveis ajustes metodológicos que podem ser realizados e para verificar se, na prática, as empresas conseguiram realmente criar valor a seus acionistas.

Uma das principais limitações encontrada no presente trabalho de conclusão de curso foi a própria metodologia do EVA, em que há diversas maneiras diferentes de cálculo, sem haver um consenso entre quais metodologias são as melhores. Portanto, diferentes análises sobre as mesmas empresas e no mesmo período podem obter valores diferentes de EVA devido a diferenças metodológicas.

Outra limitação foi a falta de informações nos balanços patrimoniais encontrados no Instituto Assaf (2017), no qual não estavam disponíveis todas as informações necessárias para se ter um melhor cálculo do NOPAT e a discriminação dos impostos pagos não se mostra de maneira adequada.

Para os futuros estudos em relação ao EVA das organizações que se enquadram no setor Cultivos da Natureza, faz-se necessário um estudo mais detalhado do valor exato pago de imposto pelas organizações, para então chegar-se ao consenso de apenas um valor para o EVA. Outra dica para os futuros estudos é buscar contextualizar o momento pelo qual a economia do País estava passando para embasar a escolha da amostra temporal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAÚJO, M.L. de. **Utilização do EVA-Economic Value Added- Como medida de desempenho econômico e financeiro por empresas de pequeno e médio porte- Um estudo de caso.** 2003. 157 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- ASSAF NETO, A.. **Finanças corporativas e valor.** São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F.G.; ARAÚJO, A.M.P. de. **Metodologia de Cálculo do Custo de Capital no Brasil.** 2006. Disponível em:
<http://www.institutoassaf.com.br/downloads/metodologia_calculo_ke_brasil.pdf>.
Acesso em: 15 maio 2017.
- ASSAF NETO, A.; ARAÚJO, A.M.P.. **A CONTABILIDADE E A GESTÃO BASEADA NO VALOR.** 2001. Disponível em:
<http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ESPANHA_UNIVERSIDAD_LEÓN.pdf>. Acesso em: 28 maio 2017.
- BONACIM, C.A.G.. **O CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO À SOCIEDADE POR HOSPITAIS UNIVERSITÁRIOS PÚBLICOS: UM ESTUDO DE CASO NO HOSPITAL DAS CLÍNICAS DA FMRP – USP.** 2006. 166 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.
- BRESSAN, F.. O MÉTODO DO ESTUDO DE CASO. **Administração Online**, São Paulo, v. 1, n. 1, jan. 2000.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas “Valuation”.** São Paulo: Makron Books, 2000.
- CRUZ, U.O.; COLAUTO, R.D.; LAMOUNIER, W.M.. VALOR ECONÔMICO AGREGADO E LUCRO CONTÁBIL: EVIDÊNCIAS NOVO MERCADO. **Revista Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 3, n. 1, p.185-199, dez. 2009.
- DAMODARAN, A. **Damodaran Online.** Disponível em:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm>.
Acesso em: 28 maio 2017.

- DRUCKER, P.F.. The Information Executives Truly Need. **Harvard Business Review**, S.i, v. - , n. -, p.40-59, fev. 1995.
- EHRBAR, A. **EVA valor econômico agregado**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- EHRHARDT, M.C.; BRIGHAM, E.F.. **Administração financeira teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2012.
- GIL, A.C.. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2007.
- GITMAN, L.J. **Princípios de Administração Financeira**. 12ª ed. São Paulos: Person Prentice Hall, 2010.
- INSTITUTO ASSAF. **Setores da economia**. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/painelCias.aspx?op=vm>>. Acesso em: 28 maio 2017.
- MALVESSI, O.. CRIAÇÃO OU DESTRUIÇÃO DE VALOR AO ACIONISTA. **Revista Conjuntura Econômica**, São Paulo, v. 54, n. 1, p.42-44, jan. 2000.
- MARCONI, M. D. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de Pesquisa**. 6ª. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINS, G. de A.; LINTZ, A.. **Guia Para Elaboração de Monografias e Trabalhos de Conclusão de Curso**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MÁTTAR NETO, J.A.. **Metodologia científica na era da informática**. São Paulo: Saraiva, 2002.
- OLIVEIRA, A. dos S.; BARATA, E.F.V. da R.. CONTABILIDADE GERENCIAL: ESTUDO DA APLICAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO (EVA) NA EMPRESA NATURA COSMÉTICOS S.A. **Memorial TCC Caderno da Graduação**, Curitiba, v. 1, n. 1, p.319-333, out. 2016.
- PARISI, C.; MEGLIORINI, E. (Org.). **Contabilidade Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2011.
- PORTER, M. **Clusters of Innovation: regional foundations of U.S competitiveness**. Washington, D.C: Monitor Group, 2001.
- SAMPÁIO, J.P.A.; MACHADO, M.A.V.; MACHADO, M.R.. A UTILIZAÇÃO DO EVA COMO MEDIDA DE DESEMPENHO ECONÔMICO: ESTUDO DE CASO NA SAELPA. **Xiii Congresso Brasileiro de Custos**, Belo Horizonte, p.20-35, 30 out. 2006.

- SAMPIERI, R.H.; COLLADO, C.F.; LUCIO, P.B.. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Mc Graw Hill, 2003.
- SANTOS, J.A.; PARRA FILHO, D.. **Metodologia científica**. São Paulo: Cengage Learning, 2012.
- SILVA, C.G.. **ESTUDO E ANÁLISE DA FERRAMENTA GERENCIAL EVA: UM ESTUDO DE CASO NA EMPRESA DE MECÂNICA E METALURGIA WEG S.A.** 2016. 52 f. TCC (Graduação) - Curso de Curso de Ciências Contábeis, Universidade do Extremo Sul Catarinense, Criciúma, 2016.
- SILVA, J.G.S.L. da. **AVALIAÇÃO DA CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE VALOR NO SETOR PORTUÁRIO: Análise preliminar fundamentada na ferramenta EVA®**. 2013. 70 f. TCC (Graduação) - Curso de Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 2013.
- SILVA, J. P. da. **Análise financeira das empresas**. São Paulo: Atlas, 2003.
- SOLOMON, E.. **Teoria da administracao financeira**. Rio de Janeiro: Zahar, 1969.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F.. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2008.
- SOUZA, A.B. de. **Projetos de investimentos de capital: Elaboração, Análise e Tomada de Decisão**. São Paulo: Atlas, 2003.
- VASCONCELOS, M.R.. Análise da criação de valor por meio do eva e o retorno das ações das companhias real estate no brasil. **Revista Científica Hermes - Fipen**, [s.l.], v. 17, p.140-166, 31 jan. 2017.
- VERGARA, S.C.. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- VILELA, D.L.. **Direcionadores de valor econômico agregado para instituições financeiras: Um estudo dos principais bancos comerciais no Brasil**. 2013. 225 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Engenharia de Produção, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2013.