

Steven Iveson

**Análise do Indicador Financeiro EVA
Aplicado ao Setor de Telecomunicações**

Trabalho de Formatura
apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para
obtenção do Diploma de Engenheiro
de Produção – Área Mecânica.

São Paulo

2002

FE2002
IVB a

Steven Iveson

**Análise do Indicador Financeiro EVA
Aplicado ao Setor de Telecomunicações**

Trabalho de Formatura
apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para
obtenção do Diploma de Engenheiro
de Produção – Área Mecânica.

Orientador: Mauro Zilbovicius

São Paulo

2002

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS

LISTA DE TABELAS

LISTA DE EQUAÇÕES

<u>1. INTRODUÇÃO</u>	<u>1</u>
<u>2. O EVA</u>	<u>6</u>
2.1. INTRODUÇÃO	7
2.2. INDICADORES TRADICIONAIS	10
2.3. CUSTO DO CAPITAL	11
2.4. A EQUAÇÃO DO EVA	12
2.5. O EVA E O MERCADO	16
2.6. EVA E MVA	19
<u>3. O SURGIMENTO DO EVA</u>	<u>23</u>
3.1. INTRODUÇÃO	24
3.2. O SURGIMENTO DO EVA	24
3.3. A VISÃO DE FLIGSTEIN	25
3.4. "FINANCIALIZAÇÃO X PRODUCIONISMO"	27
3.5. ALGUMAS CRÍTICAS AO EVA E À "FINANCIALIZAÇÃO"	30
<u>4. O SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES</u>	<u>34</u>
4.1. INTRODUÇÃO	35
4.2. ANTES DE 1998	35
4.3. A PARTIR DE 1998	39

5. METODOLOGIA	45
5.1. INTRODUÇÃO	46
5.2. A ESCOLHA DAS EMPRESAS	46
5.3. CÁLCULO DO EVA	49
5.4. O C.A.P.M.	52
5.5. APLICANDO O C.A.P.M.	56
6. ANÁLISE DOS RESULTADOS	61
6.1. INTRODUÇÃO	62
6.2. EVA X VALOR DE MERCADO	63
6.3. VARIAÇÃO DO EVA X VARIAÇÃO DO MVA	68
6.4. EVA E EXPECTATIVAS SOBRE O FUTURO	73
6.5. O CASO BRASILEIRO	74
6.6. EVA X ROA	82
7. CONCLUSÕES	85
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	93
ANEXO A	96

Lista de Figuras

<i>Figura 1: Prêmio de Mercado x Taxa de retorno</i>	18
<i>Figura 2: MVA e EVA</i>	21
<i>Figura 3: "Produccionismo" x "Financionalização"</i>	29
<i>Figura 4: Crescimento PIB x Telecomunicações</i>	38
<i>Figura 5: As 4 áreas básicas da Telefonia Fixa</i>	40
<i>Figura 6: As Áreas da Telefonia Celular</i>	41
<i>Figura 7: Prêmio de Mercado x Taxa de retorno</i>	62
<i>Figura 8 : Gráfico do EVA x Prêmio de Mercado – Empresas Brasileiras</i>	63
<i>Figura 9: Gráfico do EVA x Prêmio de Mercado – Empresas Americanas</i>	65
<i>Figura 10: MVA x EVA – Grandezas Absolutas</i>	69
<i>Figura 11: MVA x EVA – Variações</i>	70
<i>Figura 12: Variação EVA x Variação MVA – Empresas Brasileiras</i>	71
<i>Figura 13: Variação MVA x Variação EVA – Empresas Americanas</i>	72
<i>Figura 14: EVA x Prêmio do Mercado – Embratel</i>	76
<i>Figura 15: EVA x Prêmio do Mercado – Telemar</i>	77
<i>Figura 16: EVA x Prêmio do Mercado – BT</i>	78
<i>Figura 17: EVA x Prêmio do Mercado – Telefônica</i>	79
<i>Figura 18: EVA x Prêmio do Mercado – Telesp Cel</i>	80
<i>Figura 19: Fontes de Financiamento</i>	103

Lista de Tabelas

<i>Tabela 1: Resultado do Leilão das Teles</i>	42
<i>Tabela 2: As 12 Empresas brasileiras</i>	47
<i>Tabela 3: Empresas Americanas Analisadas</i>	48
<i>Tabela 4: Retorno do Índice Bovespa em 1997.</i>	59
<i>Tabela 5: Variação do R-quadrado</i>	66
<i>Tabela 6: R-quadrado ROA x EVA – Empresas Brasileiras</i>	83
<i>Tabela 7: ROA x EVA – Empresas Americanas</i>	84

Lista de Equações

<i>Equação 1: EVA I</i>	13
<i>Equação 2: Taxa de retorno</i>	13
<i>Equação 3: EVA II</i>	16
<i>Equação 4: MVA I</i>	19
<i>Equação 5: MVA II</i>	19
<i>Equação 6: EVA III</i>	50
<i>Equação 7: C.A.P.M. I</i>	52
<i>Equação 8: Prêmio de Risco</i>	56
<i>Equação 9: C.A.P.M. II</i>	56
<i>Equação 10: MVA - Valor de Mercado</i>	67
<i>Equação 11: MVA - Fluxo do EVA Futuro</i>	67

RESUMO

Sempre houve, por parte dos investidores, grande interesse por indicadores financeiros capazes de refletir com precisão o desempenho das grandes empresas. Neste trabalho será analisado o indicador financeiro conhecido pela sigla EVA (Economic Value Added) ou Valor Econômico Agregado. Este indicador, segundo seus criadores, estaria mais bem capacitado para medir o desempenho de uma empresa do que os indicadores financeiros tradicionais, por corrigir falhas e distorções encontradas nestes últimos. O objetivo deste trabalho é justamente verificar se o EVA é realmente capaz de representar com precisão a riqueza criada por uma empresa e, se realiza esta tarefa de uma maneira mais satisfatória que outros indicadores comumente utilizados. Para obtermos os resultados práticos, que tornam possíveis as comparações necessárias a este trabalho, aplicaremos o EVA no setor de telecomunicações. A escolha deste setor reflete sua importância para a economia mundial e também a facilidade verificada na obtenção de dados a seu respeito. De maneira a enriquecer o trabalho, discutiremos também o contexto em que surge o EVA, bem como algumas consequências relacionadas a sua aplicação.

ABSTRACT

On the part of investors, there was always a big interest on financial indicators able to reflect with precision the performance of large corporations. In this work we are going to analyze the financial indicator known as EVA (Economic Value Added). These indicator, according to its creators is more capable of measuring the performance of a company than its more traditional peers, once it is designed to correct flaws and distortions found on those. The purpose of this work is exactly to verify if EVA is more able to represent the financial state of a company than other largely used indicators. In order to obtain practical results, which would allow us to make the necessary comparisons, we will apply the EVA on the telecommunication sector. This sector was chosen due to its importance on the global economy and also due to the amount of information available on the market. With the purpose of enriching this work, we are also going to discuss the historical environment, which led to the creation of the EVA and some of the consequences involving its utilization.

1. INTRODUÇÃO

A idéia para este trabalho primeiro surgiu através de um trabalho de Iniciação Científica realizado entre julho de 2000 e julho de 2001 através do convênio PIBIC-USP (Iveson, 2001). Naquela ocasião, procurava escolher um tema para o projeto que compreendesse as áreas de Finanças e Engenharia Econômica e que pudesse ser aplicado ao setor de autopeças brasileiro. A intenção de aplicar ferramentas de análise financeira foi fruto de interesse pessoal por esta área da Engenharia de Produção. O interesse pelo setor de autopeças no entanto, foi consequência do trabalho realizado naquele período como estagiário do grupo de estudos que desenvolveu o projeto “A Nova Configuração da Cadeia Automotiva no Brasil. Rumo a um pólo de Excelência em projeto e Produção?”. Contribuiu também para a escolha deste setor a grande importância que este teve, e tem para o desenvolvimento econômico e tecnológico do Brasil.

A partir da leitura dos artigos de Jules Froud et al tive o primeiro contato com os conceitos de valor entregue ao acionista (Shareholder Value) e “Financiarização” da Economia (Financialization) e também tomei conhecimento da busca pela maximização deste valor agregado aos acionistas que se tornou um clichê no mundo corporativo nos anos 90. Esta busca por valor foi refletida pela crescente importância dada a indicadores financeiros projetados para mensurar esta criação de valor sendo que o EVA, criado pela consultoria Stern Stewart, foi o que se tornou mais célebre entre eles. Refletindo sobre a importância dada no cenário corporativo aos modelos de gestão voltados para a maximização do valor entregue ao acionista, bem como no interesse dos investidores de medir tal criação de valor, julguei que seria interessante estudar como havia se dado à criação de valor por parte das empresas fabricantes de autopeças na década de 90, período especialmente crítico para este setor da economia.

O objetivo deste trabalho foi analisar como se deu a evolução do EVA nestas empresas, a luz dos fatos que influenciaram a economia brasileira como um todo e o setor de autopeças especificamente durante este período. De certa maneira portanto, o

trabalho atual pode ser considerado como uma continuação do projeto de Iniciação Científica realizado em 2000/2001.

Concluída a Iniciação Científica, realizei um estágio na Tesouraria do Bank of America. Durante este estágio tive maior contato com temas relacionados ao mercado financeiro de uma forma geral. O aprendizado realizado na área de finanças corporativas, no entanto, se deu de forma indireta através de trabalhos realizados em diversas áreas do banco, não necessariamente relacionadas com a Tesouraria. Uma grande parcela deste aprendizado se deu através de contatos com profissionais da área de Investment Banking (IB), área do banco onde são muito utilizados indicadores para análise de desempenho corporativo. Isto porque esta área do banco é responsável, entre outras coisas, pela subscrição de títulos e pela prestação de serviços de consultoria financeira para empresas sobre assuntos relacionados a fusões, aquisições ou obtenção de linhas de financiamento. Nesta área de negócios de um banco, é fundamental a capacidade de saber avaliar corretamente a situação financeira de uma empresa, pois só assim pode-se prestar serviços de aconselhamento que se mostrem lucrativos para os clientes. Uma avaliação incorreta sobre o potencial de geração de caixa de uma empresa, por exemplo, pode resultar no aconselhamento favorável a uma aquisição que se mostrará desvantajosa no futuro.

Assim, como forma de dar continuidade ao trabalho realizado durante a Iniciação Científica e ao mesmo tempo contribuir para a melhoria das análises realizadas no banco, sugeri a realização de um trabalho cujo objetivo principal seria avaliar a capacidade do indicador financeiro EVA de refletir a saúde financeira de uma empresa. Esta sugestão foi bem recebida na área de IB pelo fato de que análises utilizando o EVA não eram realizadas no banco e, havia um interesse grande em implementá-las. Isto significa que um trabalho avaliando o indicador EVA seria de grande valia para eles.

O EVA, como foi dito acima, pertence a uma nova geração de indicadores surgidos nos anos 80 e 90 como alternativa para os indicadores financeiros tradicionais

como o ROA (Retorno sobre Ativo) ou o LPA (Lucro por Ação). Estes indicadores tradicionais estariam ultrapassados, por não serem capazes de refletir a real criação de valor das empresas. Isto porque eles apresentam distorções contábeis e não consideram o custo do capital investido na avaliação do resultado da empresa. O EVA foi assim, uma resposta do mercado de empresas de consultoria financeira, para os anseios dos acionistas por maior controle e melhores resultados. Este indicador seria capaz de medir com mais exatidão o valor agregado aos acionistas do que os indicadores financeiros tradicionais.

Outros indicadores surgiram também a mesma época para satisfazer esta demanda por melhores métodos para medir a riqueza entregue pelas empresas aos seus acionistas. No entanto, o EVA tornou-se o mais célebre entre eles e se consolidou como paradigma de boa governança corporativa no mundo empresarial. Os criadores do indicador garantiam que empresas que adotassem políticas de elevação do valor agregado ao acionista medido pelo EVA, seriam recompensadas por ações mais valorizadas na bolsa de valores. Como veremos adiante, isto nem sempre é verdade, pois no setor estudado neste trabalho, esta relação não se verificou da maneira sugerida pelos criadores do EVA. Isto porque, como veremos durante este trabalho, o mercado considera as expectativas de lucro futuro quando estabelece o valor de uma empresa e este não necessariamente espera que os bons resultados do passado se repitam no futuro.

Entendemos que a melhor maneira de verificar se o EVA satisfaz as expectativas criadas tanto por aqueles que o criaram como por aqueles que o utilizam, seria testando-o em uma situação real. Assim, aplicaremos o indicador EVA no setor de telecomunicações do Brasil e dos EUA. A idéia é verificar se existe algum tipo de correlação entre o EVA destas empresas e os retornos que obtiveram os acionistas que nelas investiram. Para tanto, verificaremos a maneira como se relaciona o valor destas empresas e seu EVA para, a partir desses dados, sermos capazes de responder as três perguntas básicas que permeiam este trabalho:

1. O EVA é capaz de refletir com mais precisão a avaliação do mercado sobre a situação financeira de uma empresa do que os indicadores financeiros tradicionais?
2. O EVA é, conforme alegam seus criadores, um bom previsor do retorno futuro de uma empresa?
3. O EVA pode ser usado no Brasil da mesma maneira como é usado no exterior?

Este trabalho foi estruturado de maneira a refletir o encadeamento lógico que levou a sua concepção. Desta forma, neste primeiro capítulo apresentamos de maneira geral o tema que será tratado, a maneira como foi escolhido este tema, sua importância e os objetivos finais do trabalho. No segundo capítulo deste trabalho será apresentado o EVA segundo a visão do seu criador, bem como os conceitos a ele inerentes. No terceiro capítulo será apresentado o contexto histórico em que surge o EVA bem como serão discutidas as idéias por trás dele.

No quarto capítulo apresentamos o setor onde será desenvolvido este trabalho, mencionando os acontecimentos mais relevantes para as empresas de telecomunicações no Brasil no período estudado. No quinto capítulo será apresentada a metodologia que seguimos para se obter séries históricas do EVA de empresas de telecomunicações brasileiras e americanas. Desta forma, estará pavimentado o caminho para a análise dos resultados obtidos que será realizada no sexto capítulo.

Finalmente no sétimo capítulo, apresentamos nossas conclusões a respeito das questões levantadas a cima e apresentamos nossas sugestões para novas pesquisas envolvendo o mesmo tema.

2. O EVA

2.1. Introdução

Como dissemos acima, o EVA representaria uma evolução nos indicadores financeiros pelo fato de que seria capaz de avaliar melhor o valor criado pelas empresas em suas operações do que seus antecessores. Neste capítulo apresentaremos o EVA na maneira como ele foi concebido por seus criadores procurando explicar porque os indicadores tradicionais estariam ultrapassados e de que maneira o EVA é melhor do que estes na avaliação da capacidade de uma empresa de gerar valor. No entanto, O que é este valor entregue aos acionistas? Antes de iniciarmos nossa apresentação julgamos necessário responder esta questão.

Segundo Rappaport (1981, p.151), o valor agregado ao acionista pela empresa, ou seu Shareholder Value, nada mais é que o valor econômico que esta empresa representa como investimento para seus acionistas. O valor econômico de um investimento é simplesmente o fluxo de caixa futuro deste, trazido a valor presente pelo seu custo de capital. Desta maneira, quando se fala em maximizar o valor adicionado aos acionistas (Shareholder Value) de uma empresa, está implicitamente entendido que o que se quer é maximizar o valor econômico da mesma, pois este é o referencial de riqueza do seu proprietário. Se o objetivo de uma empresa é enriquecer seu proprietário, o valor econômico da primeira é a melhor medida da riqueza deste último. Usar a abordagem do Shareholder Value para avaliar o desempenho de uma empresa tem as seguintes consequências:

- 1- Quando se traz para valor presente o fluxo de rendimentos futuros de uma empresa, a taxa de desconto utilizada é o custo médio do capital investido naquela empresa. No custo de capital de uma empresa esta implícito o risco que esta empresa representa como investimento para seus acionistas e credores. Isto significa que avaliar o desempenho de uma empresa através da abordagem do Shareholder Value implica em inserir um componente de risco nesta avaliação.

- 2- Complementando o item acima, pode-se dizer também que pela abordagem do Shareholder Value, o valor de uma empresa não cresce apenas quando esta eleva seus rendimentos projetados para o futuro. Ele cresce também quando a empresa consegue reduzir o custo do capital investido no negócio.
- 3- O pressuposto básico da Engenharia Financeira é que o dinheiro tem valor no tempo, ou seja, um real hoje vale mais do que um real daqui um ano pelo fato de que este dinheiro pode ser investido e multiplicado neste intervalo de tempo. Quando se usa a perspectiva de valor agregado ao acionista para avaliar uma empresa este pressuposto é claramente levado em consideração. Isto significa que nesta abordagem o prazo do retorno esperado é levado em consideração na avaliação de uma empresa.
- 4- Outra consequência da abordagem voltada para a criação de valor econômico para o acionista é que a distribuição de dividendos ou lucros pela empresa para seus acionistas perde sua importância. Uma empresa que possui condições de obter retornos maiores que o custo de oportunidade de seus acionistas deve reinvestir todos seus lucros em suas próprias operações, pois do contrário estaria destruindo Shareholder Value.

Pelo que dissemos acima, podemos ver que as consequências de se avaliar uma empresa segundo a perspectiva do valor agregado ao acionista, são as mesmas de se avaliar um investimento segundo as perspectivas clássicas da Engenharia Econômica, o que não representa em si nenhuma novidade. O fato de autores como Alfred Rappaport e Bennett Stewart, entre outros, proporem aos dirigentes das grandes corporações adotar a ótica do “Shareholder Value” em suas decisões, é fruto do descompasso que estes autores enxergam entre a maneira como as empresas são geridas e a maneira como o mercado as avalia. Na visão de Rappaport (1981, p.141), as empresas aplicam esta visão em projetos isolados, mas falham em não utilizá-la para avaliar o negócio como um todo. Os acionistas destas empresas e o mercado de uma maneira geral, por outro lado,

enxergam as empresas segundo esta ótica, ou seja, como meros investimentos que como tal, apresentam risco, horizonte e taxa de retorno.

No próximo capítulo abordaremos novamente e de maneira mais detalhada as razões para o descompasso entre as expectativas do mercado e a maneira como as grandes empresas estavam sendo geridas e como isto resultou no aprimoramento dos indicadores financeiros tradicionais e no surgimento do EVA. Neste capítulo nos preocuparemos mais em conceituar o EVA, nosso objeto de estudo, na maneira como foi concebido pelos seus criadores.

Procurando conceituar o EVA segundo a visão dos seus criadores, utilizamos como base para nossa apresentação, obra “The Quest for Value”, que pode ser considerada como sendo a pedra fundamental do sistema de gerenciamento e avaliação de desempenho de empresas baseado no EVA. Bennet Stewart, autor do livro e sócio da consultoria Stern Stewart criadora do EVA, inicia sua obra dizendo que a tarefa mais importante da alta gerência de uma empresa é aumentar seu valor de mercado (Stewart, 1990, p.1), justificando assim o nome do livro que poderia ser traduzido como “A busca pelo valor”. Entretanto, esta busca estaria sendo obscurecida pelo uso de indicadores financeiros obsoletos incapazes de refletir de maneira apropriada o valor gerado pela empresa. Na palavras do autor:

“Em muitas empresas, a mais que importante busca por valor está sendo frustrada por um sistema de gerenciamento financeiro incorrigivelmente obsoleto. São enfatizados objetivos financeiros, medidas de performance, procedimentos de avaliação errados. Gerentes são remunerados de maneira inadequada pelos seus esforços. Quando é necessária precisão cirúrgica, balanços são instrumentos que estão estruturados de maneira pouco clara. Estas deficiências pedem por abordagens de gerenciamento financeiro tão profundamente diferentes das atuais que nada mais que uma revolução na maneira de se pensar estas questões é necessária.” (Stewart, 1990,p.1)

2.2. Indicadores Tradicionais

Por que os indicadores tradicionais são incapazes de medir o valor criado por uma empresa? A razão para isto estaria na incapacidade das cifras contábeis de representar os valores econômicos reais. As variáveis contábeis estariam sujeitas a uma série de distorções que prejudicam a avaliação precisa da situação econômica da empresa. Além disso, uma série de artifícios contábeis pode ser usado pela gerência para inflar demonstrativo de resultados de uma empresa sem que realmente esteja criando valor. Na maioria dos casos, muito pelo contrário, a adoção destas práticas representa um custo desnecessário para a empresa. A seguir, temos alguns exemplos de situações em que, distorções contábeis contribuem para dificultar a avaliação do desempenho econômico de uma empresa ou induzem administradores a tomar decisões que não maximizam o valor entregue aos acionistas.

Contabilização do Estoque: Em épocas de elevação de preços empresa pode decidir contabilizar seu estoque segundo a metodologia FIFO (primeiro a entrar, primeiro a sair). Se fizer isto, a empresa venderá primeiro os produtos mais antigos que foram fabricados com custos mais baixos que os atuais elevando sua receita operacional. Por outro lado, se decidir pela metodologia LIFO (último a entrar, primeiro a sair), a empresa venderá primeiro os produtos de custo mais elevado o que reduz o lucro contábil apresentado nos balanços da empresa, mas representa uma diminuição nos gastos reais em impostos realizados pela mesma. Assim a escolha de um método ou outro representa a decisão de inflar os balanços no custo prazo ou reduzir o montante gasto em impostos pela empresa.

Amortização de “goodwill”: Quando uma empresa compra outra, é necessário que ele amortize o prêmio (goodwill) pago sobre o valor contábil da empresa adquirida. Esta amortização será deduzida como despesa da empresa no demonstrativo de resultados pelo tempo que demorar para amortizar todo o prêmio pago. Assim, uma empresa pode

decidir por não fazer uma aquisição vantajosa pelo temendo os reflexos que isto trará para o seu resultado no curto prazo.

Contabilização de gastos com Pesquisa e Desenvolvimento: Pelo método contábil tradicional, uma empresa deve contabilizar seus gastos com P&D como despesa que deve ser descontada do resultado da empresa. No entanto, os gastos incorridos com P&D por uma empresa representam um investimento que esta faz esperando obter retornos no futuro. Assim, seria muito mais lógico contabilizar este gasto no ativo da empresa como investimento e amortizá-lo no futuro quando no quando render seus frutos.

Regime de competência dos exercícios contábeis: Seguindo os métodos contábeis tradicionais qualquer despesa ou receita só deve ser reconhecida quando efetivamente impactar o caixa da empresa. Despesas ou receitas incorridas em um determinado exercício podem acabar sendo registradas apenas em um período subsequente o que prejudica a medição do desempenho de um empresa num dado período de tempo.

2.3. Custo do Capital

Apesar de todas distorções apresentadas acima, a maior deficiência dos indicadores contábeis tradicionais reside em uma outra questão. O maior problema com estes indicadores, segundo Stewart (1990, p.75) advém do fato de que estes não levam em consideração o custo do capital empregado em uma empresa na aferição de seu desempenho. Isto faz toda a diferença, pois este é o custo que incorre uma empresa na captação dos recursos necessários para realizar os investimentos que a mantém operacional. Como consequência, temos que o custo de capital é o retorno mínimo aceitável para um investimento realizado por uma dada empresa. Segundo Stewart (1990, p.75), o custo do capital “(...) é a linha invisível que separa a boa performance corporativa da má. É a taxa de corte que deve ser ganha para se criar valor”.

Outra definição para custo de capital encontrada em Gitman (1997, p.382) nos ajuda a compreender toda a sua importância para a saúde financeira de uma empresa :

“O custo de capital pode ser definido como a taxa de retorno que a empresa precisa obter sobre os seus projetos de investimentos, para manter o valor de mercado de suas ações. Ele pode ser considerado como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado, para atrair seus fundos para a empresa. Se o risco for mantido constante, a implementação de projetos com taxa de retorno acima do custo de capital elevará o valor da empresa e a implementação de projetos com taxa de retorno abaixo do custo do capital diminuirá o valor dela”.

Reconhecemos desta maneira, uma estreita relação entre o valor de uma empresa e seu custo de capital. Stewart (1990) chama atenção para a relação existente entre o custo de capital de uma empresa e a criação de valor por ela efetuada. Projetos que geram retornos inferiores ao custo do capital nele investidos destroem valor, enquanto que aqueles que possuem taxas de retorno maiores que o seu custo de capital criam valor para o investidor. A partir das visões expostas em Gitman e Stewart, podemos inferir que empresas que investem em projetos que possuem taxas de retorno superiores ao seu custo de capital, enriquecem seus acionistas e aumentam o seu valor percebido pelos investidores, elevando assim o preço de suas ações no mercado.

Para uma explicação mais detalhada sobre as fontes de capital de uma empresa e suas particularidades, recomendamos a leitura do anexo A deste trabalho, onde detalhamos as fontes de financiamento de curto e longo prazo existentes para as empresas.

2.4. A Equação do EVA

Assim, em Stewart (1990, p.1 36) temos que o EVA pode ser dado pela seguinte equação:

$$EVA = (r - c) \times \text{capital}$$

Equação 1: EVA I

onde:

r = taxa de retorno da empresa

c = custo do capital empregado pela empresa

capital = capital investido na empresa

Pela eq.1, fica fácil perceber que existem três maneiras de se elevar o valor agregado por uma empresa aos seus acionistas medido pelo EVA:

1. Elevando-se taxa de retorno da empresa sem elevar sua base de capital, isto é, gerando-se mais lucros sem comprometer mais fundos no negócio;
2. Investindo-se qualquer capital adicional em projetos cujo retorno seja superior ao custo incorrido para se obter tal capital;
3. Liquidando ou deixando de se investir em projetos cujo retorno é inferior ao custo do capital neles investido;

Para que o EVA, conforme equacionado acima, possa refletir de maneira satisfatória o valor agregado por uma empresa é necessário, segundo Stewart (1990), que se tomem alguns cuidados no cálculo de seus parâmetros de modo a reduzir os efeitos das distorções contábeis mencionadas anteriormente. Assim, a taxa de retorno “ r ” deve ser calculada a partir da seguinte relação:

$$r = \text{NOPAT} / \text{Capital}$$

Equação 2: Taxa de retorno

O NOPAT ou Lucro Operacional após os Impostos deve se calculado segundo a metodologia abaixo para refletir de maneira mas adequada o valor criado pela empresa:

NOPAT

= Lucro Líquido

+ Dividendos preferencias

+ Provisão para interesses minoritários

+ Despesas Financeiras após os impostos

+ Variação em equivalentes patrimoniais

Abaixo damos as razões para cada um destes ajustes:

Dividendos preferenciais: Apesar de já estarem reservados para a distribuição entre os acionistas preferencias, os dividendos preferencias fazem parte do valor criado pela empresa no período;

Participação de acionistas minoritários: De maneira semelhante aos dividendos pagos aos acionistas preferenciais, a parcela do resultado destinada ao pagamento dos acionistas minoritários faz parte do valor global agregado pela empresa;

Despesas Financeiras após os Impostos: Somando-se as despesas financeiras e subtraindo-se os impostos que haviam sido deduzidos em razão destas despesas temos o resultado que apresentaria a empresa se fosse inteiramente financiada através de capital próprio;

Variação dos Equivalentes Patrimoniais: Somando-se este valor ao resultado eliminamos algumas das distorções contábeis discutidas acima;

O capital investido na empresa presente nas eqs. 1 e 2 é obtido a partir do patrimônio líquido da empresa após a efetuação de ajustes semelhantes aos realizados para o resultado da empresa.

Capital

= Patrimônio Líquido

+ Equivalente Patrimonial

+ Ações preferenciais

+ Participação de acionistas minoritários

+ Dívida da empresa

A inclusão das ações preferenciais, do equivalente patrimonial e da participação dos acionistas minoritários na cifra do capital da empresa pode ser justificada utilizando-se os mesmos argumentos utilizados para justificar a inclusão dos resultados correspondentes a estas contas no NOPAT. As ações preferenciais assim como a participação dos acionistas minoritários pode ser consideradas como parte do capital da empresa na medida em que representam capital próprio da mesma não contabilizado no patrimônio líquido. O Equivalente patrimonial é uma conta que procurar ajustar o patrimônio da empresa para as distorções provocadas pela contabilização de seu patrimônio através de cifras contábeis e não do segundo seu valor econômico. A dívida total da empresa é incluída no cálculo do capital da mesma pelo fato de representar o capital de terceiros investido na mesma.

Assim, da equação (1):

$$EVA = (r - c) \times capital$$

Temos que:

$$EVA = (NOPAT / Capital - c) \times Capital$$

Equação 3: EVA II

Sobre o termo "c" relativo ao famigerado custo do capital empregado, deve-se ressaltar que ele se refere na metodologia apresentada por Stern ao Custo Médio Ponderado de Capital (CmePC) ou em inglês WACC. Este custo médio é a somatória dos custos de cada fonte de financiamento da empresa ponderados segundo a proporção que representam na estrutura de capital da empresa. Se considerarmos, por exemplo, que o capital de terceiros representa metade do capital de uma empresa a um custo 20% ao ano e que, o capital próprio representa a metade restante do capital da empresa com um custo de 10% ao ano, teríamos que o CmePC é de 15% ao ano ($0.5 * 20\% + 0.5 * 10\%$).

2.5. O EVA e o Mercado

Retornemos novamente a obra "The Quest for Value". A principal idéia contida neste livro poderia ser assim resumida: O objetivo primordial dos administradores de uma empresa é maximizar o valor entregue por ela aos seus acionistas e o EVA é a melhor medida deste valor agregado. Segundo o autor, os administradores de corporações que concentrarem seus esforços em políticas que visem a criação de valor (ou aumento do EVA) verão crescer o valor de suas empresas satisfazendo os anseios de seus proprietários. Por outro lado, aqueles administradores que falharem na criação de valor para seus acionistas, verão as ações de suas empresas perderem valor e serão substituídos por outros gerentes mas preocupados com bem estar dos proprietários da empresa.

Isto acontece pelo fato de que o mercado é capaz de distinguir as empresas que criam valor daquelas incapazes de fazê-lo elevando o preço da ação das mesmas. Quando o autor se refere a este fato, ele admite que a maioria dos investidores não é

capaz de separar o joio do trigo, ou seja, reconhecer no mercado as empresas realmente comprometidas com a criação de valor. Porém, apesar de existir no mercado uma massa de investidores mal informados, os preços seriam formados segundo a avaliação de uma pequena elite de investidores muito bem informados capazes de reconhecer empresas criadoras de valor sem se deixar enganar pelas cifras distorcidas contidas publicadas nos demonstrativos contábeis.

Assim, os preços das ações seriam estabelecidos “marginalmente” por uns poucos investidores muito bem informados, aos quais o autor chama de “Lead Steers” (guias) sendo o resto do mercado formado por “tomadores de preços”. Uma metáfora de Joel Stern, co-fundador da consultoria Stern-Stewart criadora do EVA, ilustra bem o funcionamento do mercado de ações: “Se você quer saber para onde um rebanho de gado está indo, você não precisa perguntar para cada animal, apenas para o pastor que guia o rebanho” (Stewart, 1990, p.41). Um artigo publicado recentemente na McKinsey Quarterly sobre estudo desenvolvido por esta consultoria parece evidenciar este fato:

“Nossa pesquisa sobre a variação no preço de mais de 50 grandes corporações americanas e européias listadas em bolsa durante dois anos deixa claro que um máximo de apenas 100 atuais ou potenciais investidores influencia significativamente o preço das maiores corporações” (Coyne, 2002).

Ainda segundo estes autores, estes poucos investidores seriam capazes ir além dos indicadores financeiros tradicionais e reconhecer a partir de análises complexas os verdadeiros criadores de valor, não se deixando impressionar por indicadores de crescimento, lucro ou faturamento. Estes indicadores falham ao tentar representar o valor adicionado para os investidores, e estes “Lead Steers”, sabendo disso, seriam capazes de ler as entrelinhas dos balanços e demonstrativos de resultados. Processando assim toda as informações disponíveis, eles seriam capazes de determinar um preço para a ação capaz de refletir o valor sendo criado e a ser criado pela mesma.

Considerando que o EVA é um indicador financeiro projetado com o objetivo de refletir de forma fiel o valor adicionado pela empresa, o autor acredita que exista uma correlação razoável entre o EVA de uma empresa e seu valor de mercado. Procurando ilustrar seu ponto, o autor nos apresenta um gráfico que procura demonstrar esta relação na indústria alimentícia americana que reproduzimos abaixo. O gráfico inclui as 34 empresas monitoradas pela Standard & Poor's Industry Survey, sendo que os dados nele contidos referem-se a médias dos 5 anos anteriores a 1988. No eixo das abscissas temos o quociente entre rentabilidade da empresa (taxa de retorno sobre capital aplicado) e o custo médio do capital empregado, o que o autor chama de "taxa de retorno por unidade de risco". No eixo das ordenadas temos o quociente entre o valor de mercado da empresa e o capital aplicado na mesma no ano de 1988.

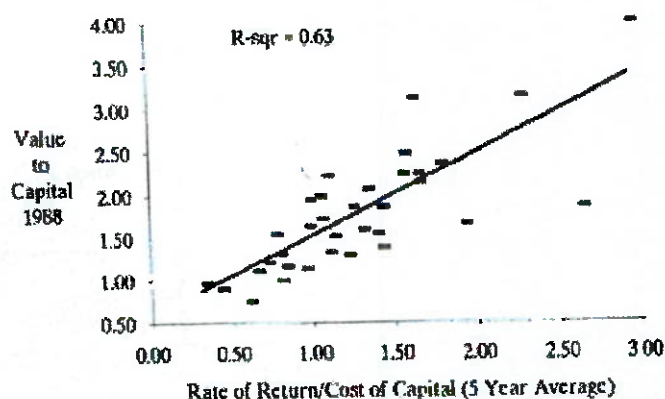


Figura 1: Prêmio de Mercado x Taxa de retorno

Fonte: Stewart (1990)

A partir dos dados do gráfico acima verificamos que existe uma razoável correlação positiva entre o valor de mercado de uma empresa e sua capacidade de obter taxas de retorno superiores ao seu custo de capital. Isto confirmaria a tese de Stewart de que existiria uma relação de proporcionalidade entre estas duas variáveis (valor agregado e valor de mercado da empresa). Iremos neste trabalho repetir o experimento

que gerou o gráfico acima para verificar é possível se obter a mesma correlação observada acima em outros setores, países e períodos.

2.6. EVA e MVA

Com o objetivo de estabelecer uma relação direta entre o valor agregado de uma empresa e o seu valor segundo a avaliação do mercado, Stern de acordo com o sistema de gerenciamento financeiro baseado no EVA nos propõe a seguinte relação:

$$MVA = \text{Valor de mercado} - \text{capital}$$

Equação 4: MVA I

$$MVA = \text{valor presente do fluxo de EVA futuro}$$

Equação 5: MVA II

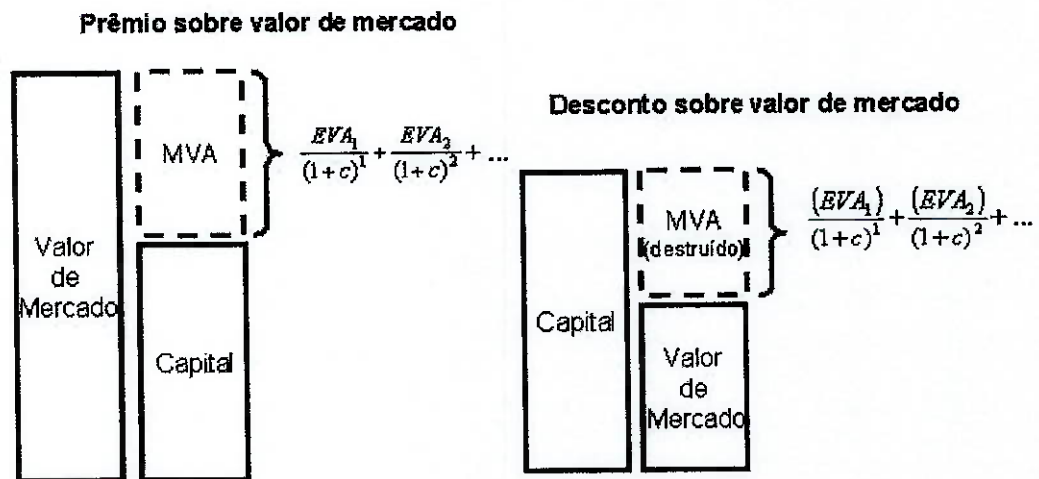
Assim, na primeira relação temos que o MVA (market value added) de uma empresa, ou valor de mercado agregado é igual a diferença entre seu valor de mercado e o capital total nela investido. Entretanto, MVA também é igual ao fluxo de EVA futuro da empresa trazido a valor presente por uma taxa de desconto que é igual ao custo ponderado de capital da mesma. Desta forma, o valor de mercado de uma empresa representaria em um dado momento o valor presente dos rendimentos futuros desta somado ao capital nela investido. O MVA seria, portanto o indicador externo do desempenho da empresa correspondente ao indicador interno EVA. Nas palavras de Stewart (1990, p.153):

“Diferente de uma taxa de retorno que reflete o resultado de um período, o MVA é uma medida cumulativa de performance corporativa. Ele representa em um dado momento a avaliação do mercado sobre o valor presente de todos os investimentos

passados e futuros da empresa. Ele reflete sucesso com que uma empresa empregou seu capital no passado e o sucesso que provavelmente irá obter em seus novos investimentos no futuro. Maximizar o MVA deve ser o primeiro objetivo de qualquer empresa preocupada como bem estar de seus acionistas.”

Não há qualquer conflito entre anunciar que o maior objetivo de uma empresa na verdade são dois: maximizar o valor agregado ao acionista medido pelo EVA e maximizar o MVA da mesma. Pela lógica do sistema de gerenciamento baseado no EVA, uma empresa ao se concentrar na elevação de seu EVA estará ao mesmo tempo maximizando seu valor de mercado adicionado. Isto porque os investidores mais influentes (lead-steers), dos quais falamos acima, reagem positivamente a políticas que visem elevar o EVA da empresa aumentando seu valor de mercado e, portanto seu MVA.

Temos então que a consequência externa de um EVA projetado positivo é um prêmio no valor mercado da empresa sobre o capital nela investido, ou seja, um MVA positivo. A recíproca também é verdadeira, a consequência de um fluxo projetado de EVA negativo é um desconto no valor e mercado da empresa sobre o capital nela investido. O gráfico abaixo ilustra bem esta relação:

**Figura 2: MVA e EVA**

Adaptado de Stewart (1990)

Em resumo, podemos assim dizer que o EVA segundo seus criadores é a melhor medida da criação de valor por parte de uma empresa pelo fato de que além do seu cálculo corrigir diversas distorções contábeis presentes nos balanços das empresas, ele também considera o custo do capital investido na empresa na avaliação do resultado do seu resultado. Sendo o EVA a medida do valor gerado pela empresa em um determinado período, melhoras no seu EVA são recompensadas pelo mercado através da valorização das ações da mesma o que eleva seu MVA que em última instância representa o fluxo de valor que se espera que esta crie no decorrer da sua existência.

Concluimos neste capítulo a tarefa de entender e conceituar o EVA em si mesmo sem se preocupar em explicar as razões e o contexto histórico que levaram a sua criação. No entanto, o EVA surgiu como uma resposta a uma demanda não atendida do mercado, ele é a solução para um problema e, entender a dinâmica que levou a sua criação é fundamental para compreender de maneira mais as consequências de sua utilização.

Assim, o objetivo do capítulo que se segue é justamente tentar entender o contexto em que surgiu o EVA.

3. O SURGIMENTO DO EVA

3.1. Introdução

Como foi dito no primeiro capítulo, o EVA surge dentro de um contexto mais amplo de transformação no sistema capitalista ocorrido no decorrer da década de 80 nos EUA. Entender este contexto nos ajudará a entender melhor também as idéias por trás do conceito de valor econômico agregado, o que muito nos auxiliará na tarefa posterior de analisar a eficácia do EVA como indicador financeiro. Tentaremos assim nesta seção examinar a cadeia de eventos que culminou na criação do EVA buscando apresentar respostas satisfatórias para as seguintes questões: por que aprimorar os indicadores financeiros existentes? De onde surge esta necessidade?

3.2. O Surgimento do EVA

A ascensão do EVA está estreitamente relacionada como a difusão de um outro conceito que é o conceito de Shareholder Value ou valor para o acionista. Esta expressão vem aparecendo no decorrer das últimas décadas com frequência cada vez maior tanto nos EUA como no resto do mundo nos relatórios anuais e declarações de missão das empresas, na mídia e ultimamente inclusive no meio acadêmico. Uma rápida pesquisa no mecanismo de busca na Internet Google resulta em 159,000 referências a expressão Shareholder Value (ou SV como iremos nos referir a ela daqui para frente). Esta expressão não tem segundo Froud et al uma definição precisa, mas pode-se dizer que se refere à visão do mundo corporativo segundo a qual as empresas devem ser geridas de maneira a atingir o único objetivo de enriquecer os seus proprietários. Até aí nada de novo sob o sol, uma vez que a busca pelo lucro é o princípio imanente, a própria alma do sistema capitalista. A questão que fica, portanto, é qual é a razão para esta obsessão por um conceito que não representa em si nenhuma novidade, pois é apenas a repetição de algo sabido por todos.

Responder esta indagação é responder ao mesmo tempo as outras duas colocadas acima acerca do surgimento do EVA. Para tentar responder estas questões, usaremos

duas visões que julgamos complementares sobre o processo ocorrido no mundo corporativo americano que deu origem aos conceitos de SV e EVA. A primeira visão é aquela compartilhada por Julie Froud, Karel Williams et al (Froud et al, 2000) presente no artigo “From shareholder value to present-day capitalism”, entre outros. A segunda abordagem é aquela dada ao tema por Neil Fligstein na obra “The Architecture of Markets”.

3.3. A Visão de Fligstein

Na visão de Fligstein, ascensão do modelo de empresa voltada para a criação de valor para seus acionistas (Shareholder Value) tem sua origem no final dos anos 70, período no qual houve uma crise de lucratividade no mundo corporativo americano. Começou então, a tomar corpo a percepção de que os administradores não estavam tendo bem sucedidos na tarefa de gerenciar os ativos das empresas de maneira a maximizar o lucro de seus acionistas. Havia razões objetivas para esta crise de acumulação além da alegada incompetência dos administradores, entre elas:

1. Competição de empresas estrangeiras, principalmente japonesas que conquistavam fatias de mercado nos setores eletrônico e automotivo;
2. A situação macroeconômica geral nos EUA no final da década de 70 de reduzido crescimento econômico, alta inflação e altas taxas de juros;

O fato é que esta crise na lucratividade das grandes empresas americanas, independente das razões que a ocasionaram, produziu nos acionistas a percepção de que a maneira como as empresas eram pensadas e dirigidas (o que Fligstein (2001) chama de concepção de controle da empresa) estava de alguma forma equivocada.

Na concepção de controle vigente até então a empresa deveria ser encarada como sendo um “feixe” de ativos que devem ser alocados e realocados de acordo com as taxas

de retorno que podem ser obtidas dos investimentos disponíveis para a empresa. As empresas são constituídas assim, por uma grande variedade de ativos que apresentam diferentes graus de crescimento e lucratividade, sendo o objetivo das empresas balancear estes ativos de maneira assegurar a sobrevivência da empresa no longo prazo e minimizar o efeito dos ciclos econômicos sobre a corporação como um todo.

É sutil a diferença entre este conceito de empresa existente até então e aquele baseado na criação de valor para o acionista que surgiu para substituí-lo, uma vez que ambos são baseados em estratégias predominantemente financeiras. Pela perspectiva do modelo SV de empresa, porém, a principal falha do modelo anterior era a de não ter como objetivo principal a valorização das ações das empresas que. Esta é a idéia chave por trás do SV pelo fato de ser o melhor indicador de quão bem sucedido estão sendo os administradores na tarefa de maximizar o valor agregado aos seus acionistas. Segundo esta perspectiva, administradores que falham em elevar o valor das ações da empresa, falham em maximizar o valor agregado aos acionistas e, portanto, devem ser substituídos pela mesa diretora por novos administradores mais capacitados para executar tal tarefa.

Não podemos esquecer de que os EUA testemunharam nos 80 o maior movimento de fusões e aquisições já visto. A principal razão para este movimento era o reduzido valor das ações das grandes corporações americanas. Esta desvalorização foi resultado do período de recessão que a economia americana atravessava, sendo que a combinação de baixo crescimento e elevada inflação gerou simultaneamente redução nos lucros e aumento no valor dos ativos. Estes fatores contribuíram conjuntamente para a piora nos índices de desempenho baseados no retorno sobre os ativos. As elevadas taxas de juros praticadas na época tiveram ainda duas outras consequências que contribuíram para este movimento de consolidação. Em primeiro lugar, elas ocasionaram uma migração de investidores dos investimentos de renda variável em bolsa para os instrumentos de renda fixa corporativos e governamentais contribuindo para o declínio no valor das ações. Em segundo lugar, os altos custos de endividamento

levaram os administradores a usar seu próprio capital para realizar investimentos ao invés de recorrer a empréstimos o que ocasionou também uma diminuição nos dividendos distribuídos. Pelo que foi exposto acima, percebemos que estavam reunidas as condições para um movimento de consolidação na economia, pois havia uma variedade de empresas pouco endividadas que possuíam ativos cujo valor ultrapassava seu valor de mercado.

Estas fusões e aquisições também ajudam a explicar a ascensão do movimento de Shareholder Value, pois, para evitar que uma empresa se tornasse alvo de uma aquisição hostil, era necessário que seus administradores adotassem estratégias que elevassem o valor das ações da empresa. Estas estratégias incluíam as recompras de ações para reduzir sua oferta e elevar seu preço no mercado. Para realizar estas recompras, muitas vezes era usado capital de terceiros, o que aumentava o endividamento, contribuindo ainda mais para reduzir a atratividade destas empresas como potenciais vítimas de aquisições. Negócios pouco lucrativos também foram vendidos para levantar capital para financiar estas recompras e reduzir o total de ativos da empresa. As empresas que adotavam estas estratégias ampliavam suas chances de sobrevivência ao mesmo tempo em que criavam valor para seus acionistas. A sobrevivência destas empresas podia então ser interpretado como prova da eficiência da adoção do conceito de SV ajudando a construir sua fama.

3.4. “Financialização x Produccionismo”

No início desta seção dissemos que a contextualização do surgimento do EVA teria como base dois textos. Cumpre aqui assim apresentar a ascensão do conceito de Shareholder Value segundo a visão de Froud et al encontrada no artigo “Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves” publicado pela revista *Economy and Society* em Fevereiro de 2000. Neste texto, a transformação por que passou o capitalismo no final do século é apresentada de uma perspectiva diferente daquela discutida até agora, mas nem por isso menos verdadeira. Podemos dizer até

dizer que o que encontramos neste texto pode ser encarado como um complemento para aquilo que encontramos em Fligstein. Isto acontece porque Froud et al (2000) sustenta que o fenômeno da “Financialização” da economia seria uma consequência da adoção do conceito de criação de valor para o acionista por parte do empresariado americano e em escala menor mundial. A “Finacialização” seria na verdade uma mudança mais ampla na forma de competição capitalista, muito mais do que apenas uma nova forma de encarar as empresas.

Esta transformação na forma de competição capitalista é representada esquematicamente em Froud et al pela passagem do “Produccionismo” que teve seu auge nos anos 80 para a “Financialização” dos anos 90. Esta transformação teria raiz na mudança de prioridade dos administradores das grandes empresas que passaram a dar atenção crescente às exigências dos acionistas por retornos cada vez maiores em detrimento dos consumidores. A satisfação destes últimos foi perdendo o lugar de destaque que ocupou até então entre as prioridades dos gerentes das grandes corporações. Os próprios autores atentam para os perigos de se incorrer em equívocos quando são utilizadas generalizações estereotipadas para tentar descrever um momento histórico. Ainda sim, no entanto, o modelo proposto por estes autores nos ajuda a entender melhor as transformações ocorridas no capitalismo americano que possibilitaram o surgimento de novas métricas para avaliação de desempenho baseadas na criação de valor para os acionistas, sendo o EVA a mais importante delas.

O esquema abaixo foi elaborado com base no artigo dos autores acima e seu objetivo é capturar em linhas gerais as principais características de ambos sistemas acima referidos:

Produccionismo (anos 80):	Financiarização (anos 90):
• Competição entre produtos e processos especialmente na indústria automobilística e eletrônica, onde os resultados eram mais visíveis;	• Competição universal entre empresas por resultados financeiros, não interessando setor ou tipo de produto comercializado por elas;
• Pressão exercida pelo mercado consumidor, que através de seu poder de compra determinava o sucesso ou fracasso das empresas;	• Pressão do mercado de capitais por melhores resultados através de decisões sobre compra venda e hold das ações;
• Um desafio à gerência em termos físicos. Produção enxuta era o termo em voga e significava fábricas mais produtivas, estoques menores e qualidade mais alta;	• Um desafio à gerência em termos financeiros. Shareholder Value (SV) passa a ser a expressão em voga e significa maximizar o retorno do capital investido pelos acionistas;
• Papel de liderança das empresas japonesas como a Toyota cujas práticas eram constantemente postas em discussão, imitadas e transplantadas;	• Retorno à liderança das empresas americanas de maneira que a Ford e fabricantes norte-americanos de autopeças lideram a indústria automobilística mundial

Figura 3: "Produccionismo" x "Financiarização"

Esta "Financiarização" sugere também um acirramento da competição entre as empresas, reflexo da transferência das disputas do mercado consumidor para o mercado de capitais. No mercado consumidor, segundo Froud et al (2000), é raro acontecer de uma empresa perder participação no mercado rapidamente, pois consumidores em geral costumam ser conservadores, mantendo-se fiéis às marcas. Isto significa que a capacidade de uma empresa de manter a qualidade de seus produtos e serviços pode ser a chave para o sucesso ou pelo menos uma maneira de se evitar fracassos desastrosos.

Acionistas, no entanto, caso suas expectativas não sejam satisfeitas pela gerência, podem resolver se livrar das ações de determinada empresa do dia para a noite resultando numa acentuada queda no valor da empresa no mercado.

Estas mudanças sugerem uma competição mais agressiva e predatória entre as empresas, pois todas devem satisfazer as expectativas de retorno do mercado de capitais, independente do setor em que estão inseridas. Segundo Williams (2000, p.6): "O resultado é uma nova forma de competição capitalista financeira de todos contra todos, uma vez que todas as empresas devem competir entre si como forma de investimento para satisfazer os mesmos padrões de performance financeira".

Pelo que dissemos até agora nesta seção, pode se ver de que maneira o ambiente histórico influenciou na criação de indicadores financeiros projetados para refletir melhor o SV de uma empresa. Devemos nos lembrar, no entanto, que o EVA não foi o único indicador que surgiu para satisfazer esta demanda, apesar de que foi o mais importante entre eles, não tanto pela sua acuraria, mas pela fama que ganhou no decorrer dos anos 80 e 90.

3.5. Algumas Críticas ao EVA e à “Financionalização”

Como contraponto à apresentação sobre o surgimento do EVA aqui realizada, julgamos que seria interessante dedicar algumas linhas às críticas que podem ser levantadas ao EVA e de uma forma geral ao foco dado pelo mercado ao desempenho financeiro das empresas que é fruto desta “Financionalização” da economia.

Num primeiro momento podemos questionar a simplificação decorrente do uso de indicadores estritamente financeiros para se medir a performance de estruturas complexas e cheias de particularidades como são as empresas. Este argumento não perde sua força nem em face do uso de indicadores mais novos como o EVA, pois apesar deste corrigir alguns erros de avaliação existentes nos indicadores tradicionais, possui um viés

estritamente financeiro e, portanto incapaz de captar o desempenho de uma empresa em todas suas múltiplas dimensões. Os defensores de métodos de avaliação de desempenho mais abrangentes acreditam que o gerenciamento através de perspectivas estritamente financeiras estimula nos administradores uma excessiva preocupação com o curto prazo. Este imediatismo desencoraja investimentos em pesquisa e desenvolvimento e desestimula o planejamento estratégico de longo prazo. Alguns autores argumentam que a capacidade de criação de valor presente e futura de uma empresa seria melhor avaliada se fosse considerado seu capital intelectual, ou seja, sua capacidade de criar e desenvolver novos produtos e mercados.

Um segundo questionamento feito por Froud et al (2000) envolve a maneira como uma avaliação feita através de instrumentos estritamente financeiros torna passível de comparação os resultado de empresas completamente diferentes situadas em setores diversos da economia. Como mencionamos no item anterior, em uma economia “Financiarizada”, a competição não se dá mais no nível do mercado de consumo, mas sim no mercado de capitais e, neste último não existem barreiras setoriais, a competição por recursos é de todos contra todos. Assim, uma determinada empresa só receberá investimentos, se mostrar se mais capaz de criar valor que outras empresas situadas no mesmo setor e em outros setores. Entretanto, independente do que façam os administradores, em alguns setores os retornos são maiores que em outros. Uma explicação parcial para este fato encontrada em Froud et al (2000), assume que, antes de remunerar o capital investido, uma empresa precisa satisfazer as reivindicações de seus fornecedores e trabalhadores. As parcelas do faturamento despendidas para remunerar fornecedores e trabalho costumam ser características do setor de atuação da empresa e não se alteram muito no curto prazo. Assim, mantido o resto constante, uma empresa num setor onde os gastos com fornecedores são tipicamente altos como, por exemplo, no setor varejista, já entra em desvantagem em relação a uma empresa onde as despesas com fornecedores são menores. O mesmo se dá com relação aos custos de remuneração da força de trabalho, pois em setores intensivos em mão de obra como o manufatureiro,

por exemplo, há muito pouco que os administradores podem fazer para reduzir estes custos uma vez que são inerentes a este ramo de atuação.

Somado a isso temos ainda que a competição, segundo a teoria clássica, tende a destruir quaisquer lucros anormalmente altos, de modo que as empresas irão ganhar pouco mais que seu custo de capital no longo prazo. Retornos mais altos só podem ser esperados em casos especiais onde as empresas desfrutem de vantagens relacionadas, por exemplo, com a posse de direitos intelectuais ou de uma marca. Dados referentes ao retorno sobre capital aplicado médio em vários setores da economia britânica no ano de 1997 foram encontrados em Froud et al (2000). Nos cinco setores com maiores retornos pudemos observar que existiam vantagens derivadas da posse de direitos intelectuais e marcas ou da imaterialidade. Esta última é o caso do setor de mídia, onde os reduzidos ativos ajudam a melhorar os retornos percebidos.

Pode se concluir que obter os retornos esperados pelos acionistas pode muitas vezes simplesmente não ser um projeto realizável pela gerência devido a fatores restritivos inerentes ao próprio negócio. No entanto, os anos 90 viram um movimento de alta em quase todos os mercados do mundo tão sistemático que chegou a ser classificado como o mais longo e sustentável “bull market” (ciclo de valorização) na história. Isto significa que se as empresas não conseguiam através de suas operações garantir os resultados esperados pelos acionistas, estes os obtinham indiretamente através da valorização de suas ações no mercado acionário. Criou-se assim a ilusão de que a busca por um crescente shareholder value era plausível, quando na verdade era apenas fruto do enriquecimento coletivo fruto do ciclo de crescimento pelo qual o mundo passava. Esta valorização decorrente de outros motivos que não a real criação de valor por parte das empresas contribuíram para inflar uma bolha especulativa cujo fim só agora começa a mostrar seus efeitos.

Fazendo uma analogia com o “produccionismo”, Froud et al (2000) sugere que obter os retornos financeiros esperados nos anos 90 pode se mostrar tão impossível

quanto atingir os índices de produtividade alcançados pelo Japão nos anos 80. Mais além sabemos hoje em dia que muito da vantagem que desfrutava o Japão nos anos 80 derivava de longas horas de trabalho, altas taxas de utilização e taxa de câmbio favorável.

Dando seqüência ao nosso trabalho e, considerando que já conceituamos e contextualizamos o EVA, no próximo capítulo apresentaremos o setor da economia onde o indicador será aplicado. Esta apresentação do setor de telecomunicação que será realizada a seguir será essencial para a posterior compreensão dos resultados obtidos mais adiante.

4. O SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES

4.1. Introdução

Como foi mencionado no capítulo 1, usaremos o setor de telecomunicações como laboratório para teste do EVA. Assim, julgamos que seria importante traçar um perfil deste setor para facilitar o entendimento das análises que serão realizadas posteriormente.

Como se sabe, a década de 90 foi um período em que empresas de telecomunicações no mundo inteiro estiveram em posição de relevo. No Brasil essa afirmação é especialmente verdadeira quando nos recordamos de que além das transformações sofridas pela indústria no mundo todo, o nosso sistema passou por um processo de privatização que transformou completamente o perfil do setor. Assim, na tentativa de descrever as transformações sofridas pelo setor no Brasil durante a década de 90, usaremos o evento das privatizações como divisor de águas. Nossa análise ficará assim dividida em duas partes, antes e depois de 1998, ano em que foram realizadas as privatizações do sistema telebrás.

4.2. Antes de 1998

Até 1998, 95% dos serviços públicos de telecomunicação do Brasil eram oferecidos pelo Sistema Telebrás (Ministério das Comunicações, 2002). O sistema telebrás era composto por duas grandes empresas, a Telebrás e a Embratel, sendo que a primeira era a holding das 27 empresas de telefonia local, e a segunda, a empresa responsável pelas chamadas de longa distância e chamadas internacionais.

A Telebrás foi criada em 11 de julho de 1972 com o objetivo de consolidar em um só sistema nacional todas as pequenas operadoras locais de forma a permitir uma expansão mais ordenada do sistema bem como uma melhora na qualidade dos serviços prestados. Havia então uma enorme disparidade entre a qualidade dos serviços de longa

distância prestados pela Embratel, considerados satisfatórios e os serviços de telefonia urbanos proporcionados pelas operadoras locais. Neste sentido a TELEBRÁS instituiu em cada estado uma empresa pólo e promoveu a incorporação das companhias telefônicas existentes, mediante aquisição de seus acervos ou de seus controles acionários. O período que se seguiu foi marcado por uma grande expansão no número de linhas telefônicas que saltou de 1,4 milhões para 5 milhões até o final da década de 70. (Brasil, 1997).

A este período de crescimento seguiu-se a década de 80, período de estagnação econômica que prejudicou a expansão da rede neste período. Entretanto, neste período, consolidou-se o processo de incorporação das companhias telefônicas, ficando a Telebrás responsável pela operação de mais de 95% dos terminais telefônicos em serviço e o restante por apenas cinco empresas de serviços telefônicos não pertencentes ao sistema (Ministério das Comunicações, 2002). Fatos relevantes para as telecomunicações no Brasil neste período foram os lançamentos dos satélites de comunicações BrasilSat-I em 1985 e o BrasilSat-II em 1986, através dos quais se conseguiu a integração total do território brasileiro, levando sinais de telefonia, telegrafia e televisão a todas as regiões do País.

O sistema telebrás entra na década de 90 dando sinais de obsolescência. O modelo adotado desde a década de 70 havia sido de suma importância para organizar, profissionalizar e permitir a expansão das telecomunicações no Brasil. No entanto, já na década de 80 o modelo começava dar sinais de cansaço e o sistema telebrás chega aos anos 90 com sua capacidade de investimento severamente comprometida devido a uma série de fatores.

Em primeiro lugar, as tarifas cobradas pelo uso do sistema eram exageradamente baixas. Mesmo antes da criação da Telebrás, as tarifas eram fixadas segundo critérios totalmente dissociados dos custos dos serviços correspondentes, procedimento impensável em termos de saúde empresarial. Com o advento da Telebrás, as tarifas

passaram a ser fixadas pelo governo, que procurava conter os reajustes como maneira de controlar a inflação (Brasil, 2000). O segundo motivo que contribuiu para a exaustão do modelo estatal de desenvolvimento das telecomunicações no Brasil foram as restrições à gestão empresarial. Ao invés de se disciplinar as empresas estatais pela exigência de resultados, preferiram-se o controle de meios, que além de ineficaz, retirou a flexibilidade operacional das empresas do sistema. Uma terceira e provavelmente a mais importante razão foi a acomodação decorrente do monopólio, da falta de competição.

Por essas razões, indicadores apontavam, no período anterior à quebra do monopólio estatal, que o tráfego telefônico havia aumentado significativamente no serviço local e mais ainda no serviço de longa distância sem que as empresas dessem conta da demanda de forma satisfatória. Por falta de pesquisas, não se conhecia a demanda por novas linhas e nem o número de pessoas e empresas aguardando ou querendo comprar um terminal telefônico. Sabia-se, no entanto, que a quase totalidade dos telefones residenciais estavam nas mãos de cerca de 20% das famílias brasileiras de renda mais alta (BNDES, 2000). Pequenas e médias empresas não tinham como se safar da falta ou dos problemas causados por serviços de qualidade degradada, proeza que as grandes corporações conseguiam, em parte, com a montagem de redes privadas para atender suas necessidades. Na primeira metade da década de 90 as empresas do Sistema Telebrás, além de problemas administrativos provocados pela elevação de custos operacionais, não tinham capacidade, sequer, para atender os Planos de Expansão, embora financiados pelo próprio adquirente da linha telefônica.

Fosse esta a situação de um setor da economia de reduzida importância econômica e estratégica, e as ineficiências da Telebrás não teriam sido tão alarmantes. No entanto, este não era o caso do setor de telecomunicações, pois a década de 90 foi um período de enorme expansão das telecomunicações no mundo inteiro. No gráfico abaixo temos uma comparação entre o crescimento dos serviços de telecomunicações e o crescimento do PIB mundial na primeira metade da década de 90:

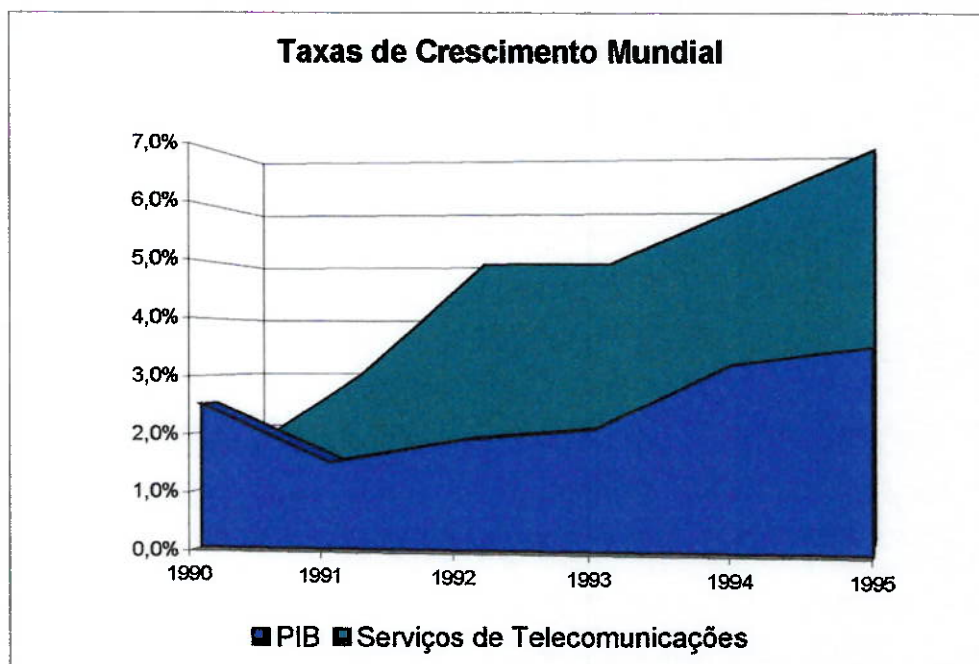


Figura 4: Crescimento PIB x Telecomunicações

Elaborado pelo autor com base em Brasil (1997).

Esta expansão nos serviços de telecomunicações que se acentuou na década de 90 não é um fenômeno isolado. Antes, pelo contrário, é consequência de um processo mais amplo de transformação na maneira como a informação é tratada e transmitida que vem varrendo o mundo todo num processo a que alguns se referem como a terceira revolução industrial. A associação dos recursos da informática com os das telecomunicações vem promovendo alterações tão profundas em todas as esferas da vida humana que se fala no advento de um novo tipo de sociedade – a sociedade da informação.

Entretanto, deixando um pouco de lado as consequências mais profundas desta revolução tecnológica, o fato é que os anos 90 viram crescer e se consolidar rapidamente uma infra-estrutura de comunicações mundial de grande capacidade e alta velocidade que procurava satisfazer uma demanda por serviços ligados a informação que crescia de maneira ainda mais rápida. O sistema telebrás, no entanto, além de todas as vicissitudes

acumuladas em anos de monopólio estatal e controle tarifário, não estava capacitado a fazer os investimentos necessários para fazer frente nem às demandas antigas por mais e melhores e serviços nem às demandas derivadas das novas tecnologias.

O primeiro passo na direção do estabelecimento de um novo modelo para o desenvolvimento das telecomunicações no Brasil se deu em agosto de 1995, quando o Congresso Nacional promulgou a Emenda Constitucional Nº 8, que extinguiu o monopólio estatal nas telecomunicações no Brasil. A primeira lei a regulamentar o fim do monopólio, Lei Mínima das Telecomunicações como ficou conhecida, foi aprovada em 1996 e montava a estrutura para se colocar à venda as autorizações para exploração da Banda B da telefonia celular por empresas nacionais e estrangeiras. O Serviço Móvel Celular havia sido implantado no Brasil em 1990, mas até 1997 apenas as empresas do Sistema Telebrás e quatro outras independentes o exploravam. Com a promulgação da Lei Mínima foi delineado um modelo para o estabelecimento da competição. A partir de 1997 foram licitadas as licenças de exploração da banda B da telefonia celular em dez áreas nas quais o País foi dividido com o objetivo de se estabelecer um duopólio. Para a implantação deste novo modelo, as empresas do Sistema Telebrás e, as quatro independentes, passaram por um processo de cisão que originou, em cada caso, uma segunda empresa destinada especificamente à prestação do serviço móvel celular.

Em julho de 1997 foi finalmente aprovada a LGT – Lei Geral das Telecomunicações. Foi essa lei que autorizou a privatização do Sistema Telebrás e definiu a feição do novo modelo das telecomunicações brasileiras. Foi a mesma LGT que criou a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), pensada para, numa primeira etapa, viabilizar as privatizações e, depois, desenvolver os trabalhos permanentes e abrangentes de regulamentar, outorgar e fiscalizar o setor.

4.3. A partir de 1998

O Plano de Outorgas elaborado pela ANATEL e em vigor desde abril de 1998, dividiu o Brasil nas quatro regiões abaixo para a exploração do Serviço Telefônico Fixo, fixou o número de operadoras deste serviço para cada uma delas e estabeleceu os prazos de vigência de contratos e de admissão de novas prestadoras de serviços de telecomunicações, com vistas à competição.

Divisão do território Brasileiro em 4 regiões básicas:



Figura 5: As 4 áreas básicas da Telefonia Fixa

Elaborado pelo autor com base em Brasil (1997).

As operadoras de telefonia fixa da Telebrás também foram, por ocasião da privatização, divididas em três holdings segundo a divisão acima: Tele Norte leste Participações S.A., Tele Centro Sul Participações S.A. e Telesp Participações S.A. Já as operadoras de telefonia celular foram colocadas a leilão segundo dispostas em 8 holdings oriundas da cisão provocada por ocasião da licitação das operadoras da banda B. Vale lembrar que nesta ocasião foram licitadas 10 licenças pelo fato de que o Estado de São Paulo foi dividido em duas áreas: Capital e interior e também pelo fato de que,

apesar da operadora de telefonia celular do Rio Grande do Sul não ser parte do Sistema Telebrás, foi licitada uma licença de banda B para o estado. A figura abaixo ilustra melhor esta divisão:

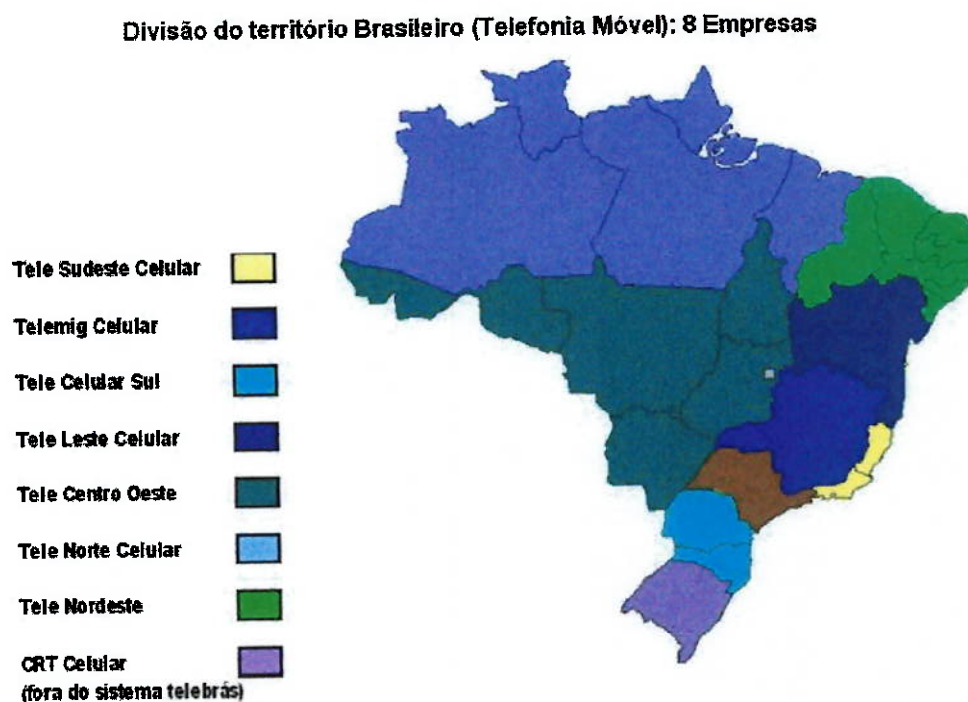


Figura 6: As Áreas da Telefonia Celular

Elaborado pelo autor com base em Brasil (1997)

Assim, em julho de 1998, foram privatizadas as partes constituintes do sistema telebrás: três holdings de telefonia fixa, uma operadora de longa distância (Embratel) e oito operadoras de telefonia móvel. O Sistema Telebrás foi vendido por R\$ 22,057 bilhões, quando o valor mínimo fixado pelo governo era de R\$ 13,470 bilhões (ágio de 63,74%) (O Estado de São Paulo). Na tabela abaixo temos os vencedores de cada um dos leilões:

Companhia	Comprador	Preço Pago (Bilhões R\$)	Preço Mínimo (Bilhões R\$)	Prêmio
TELESP	TISA, RBS, BBV, IBERDROLA, Portugal Telecom	5,78	3,52	64,2%
TELE NORTE	ANDRADE GUTIERREZ, INEPAR, La Fonte	3,43	3,40	1,0%
TELE CENTRO-SUL	ITALIAN TELECOM, Opportunity, Fundos de Pensão	2,07	1,95	6,2%
EMBRATEL	MCI	2,65	1,80	47,2%
Telesp Cel	Portugal Telecom, TISA	3,59	1,10	226,2%
TeleSudeste Cel	TISA, IBERDROLA, NTT, Itochu Co.	1,36	0,57	138,6%
Telemig Cel	Bank Opportunity, Canada Telesystem, Fundos de Pensão	0,76	0,23	228,7%
TeleSul Cel	ITALIAN TELECOM, BRADESCO, GLOBO	0,70	0,45	55,6%
TeleCentro Cel	Splice	0,44	0,23	91,3%
TeleLeste Cel	IBERDROLA, TISA	0,43	0,13	242,4%
TeleNorte Cel	Opportunity, Canada Telesystem, Fundos de Pensão	0,19	0,09	108,9%
TeleNordeste Cel	ITALIAN TELECOM, BRADESCO, GLOBO	0,66	0,23	193,3%

Tabela 1: Resultado do Leilão das Teles

Elaborado pelo autor com base em Estado de São Paulo.

Após os leilões de privatização, as operadoras fixas agora sob novo controle assumiram novas denominações sociais: a Tele Norte Leste Participações passou a ser denominada Telemar, a Tele Centro Sul, que mais tarde incorporou a operadora de telefonia fixa do rio Grande do Sul CRT, passou a ser designada pelo nome de Brasil Telecom e a Telesp assumiu o nome da sua maior acionista, a Telefônica de Espanha. Todas estas empresas uma vez privatizadas teriam que cumprir, sob o risco de perderem as concessões, uma série de metas de universalização e crescimento propostas pela Anatel como maneira de garantir acesso democrático aos serviços de telefonia local, com qualidade, quantidade e diversidade adequadas, a preços justos independente de sua localização geográfica ou condição econômica. Estas metas constituíam justamente os pesados investimentos que a Telebrás não teria condições de fazer para satisfazer a demanda reprimida por serviços telefônicos.

Em março de 1999, com o objetivo de estimular a competição na prestação de serviços de telefonia fixa, foram licitadas concessões para empresas espelho operarem este tipo de serviço nas quatro áreas em que o país havia sido dividido. Assim, na área dois dominada pela Brasil Telecom, ganhou a empresa GVT (Global Village Telecom) de origem holandesa e israelense, nas áreas 1 e 3 ganhou o consórcio Vésper liderado

pela canadense Bell Canadá e na área 4, para concorrer com a Embratel ganhou o consórcio formado pela NGC, France Telecom e Sprint que veio a se chamar Intelig.

Nos anos que se seguiram à privatização todas as empresas privatizadas investiram pesado para cumprir as metas estabelecidas pela Anatel antes do tempo, pois isto permitiria a elas operar em outras áreas de concessão a partir de janeiro de 2002, com é o caso da Telefonica que vem operando ligações de longa distância concorrendo com Intelig e Embratel. Assim, o número de acessos fixos em 2001 atingia o número de 48 milhões, contra os 19 milhões existentes em 1998, o que representa um crescimento de 153% (Brasil, 2000). Espera-se assim que sejam antecipadas as metas para 2005 de 58 milhões de linhas fixas e 58 milhões de linhas móveis, números que a Anatel estima como sendo demanda reprimida do setor.

No entanto, o setor de telecomunicações mundial mergulhou em uma crise de credibilidade que é atribuída em Unibanco (2002) aos altos preços pagos pelas licenças da terceira geração de telefonia móvel, bem como pela ociosidade de mais de 85% dos 63 milhões de quilômetros de cabos de fibra instalados nos Estados Unidos. A sensação geral é de que a demanda do setor de telefonia foi superdimensionada e que, portanto muitos investimentos realizados durante o boom das telecomunicações nos anos 90 não irão dar o retorno esperado. Esta crise atinge o Brasil justamente em um período em que, as empresas privatizadas esperam começar a colher os frutos dos imensos investimentos que fizeram no Brasil após a privatização do Sistema Telebrás. Para piorar um pouco mais a situação, tivemos no Brasil uma série de desvalorizações cambiais que contribuíram para elevar muito as dívidas dessas empresas que são em sua grande parte denominadas em moeda estrangeira.

No Brasil atualmente, vivemos uma fase em que uma parte importante das operadoras conseguiu adiantar as metas de universalização impostas pela ANATEL o que permite a elas a partir deste ano operar em áreas fora da sua área de concessão. Nos serviços de longa-distância, isto já pode ser verificado no caso da Telefonica e da

Telemar que começaram este ano a oferecer este tipo de serviço em todo território nacional. A partir deste ano de 2002, o setor de telecomunicações brasileiro entra num processo de desregulamentação que permite com que novas empresas entrem neste mercado como é o caso da TIM que vem oferecendo serviços de telefonia celular em São Paulo. As perspectivas do setor de uma maneira geral envolvem um movimento de consolidação que possivelmente levará a formação de empresas de âmbito nacional controladoras de diversas redes e capazes de prestar simultaneamente serviços de telefonia fixa, móvel e de longa distância. Este tipo de estratégia visa a reduzir os custos de interconexão entre uma rede e outra, que segundo Unibanco (2002), respondem por 30% do custo variável destas empresas. Como exemplo desta situação onde são integradas numa mesma empresa os serviços de telefonia móvel e fixa, podemos citar a Telemar com sua operadora móvel OI, e também o Joint-Venture entre a Portugal Telecom, controladora da Telesp Celular e a Telefonica.

Quando realizarmos a análise dos dados relativos a aplicação do EVA no setor de telecomunicações, voltaremos a tratar da situação do setor no Brasil. Por hora, daremos continuidade a este trabalho, nos dedicando no capítulo seguinte a detalhar a metodologia utilizada na aplicação do EVA ao setor de telecomunicações brasileiro e americano.

5. METODOLOGIA

5.1. Introdução

O Objetivo deste capítulo é descrever o procedimento usado para o cálculo do EVA das empresas brasileiras de telecomunicações brasileiras e de algumas deste mesmo setor americanas. Primeiramente, definiremos as amostras com as empresas estudadas para em seguida explicar como foram calculados os EVAs delas.

5.2. A Escolha das Empresas

A escolha das empresas em cada um dos países seguiu procedimentos diferentes, sendo que desta maneira cumpre descrever os procedimentos envolvendo a escolha das empresas para fazer parte das amostras de cada país.

Empresas Brasileiras

No caso brasileiro, procurou-se ser o mais abrangente possível incluindo todas as empresas das quais se pudessem obter dados confiáveis. Escolheu-se assim, para compor a amostra de empresas brasileiras estudadas, todas as empresas de telefonia fixa e móvel de capital aberto. Escolhemos as empresas de capital aberto pelo fato de que esta condição as obriga a tornar públicos seus balanços e demonstrativos de resultados trimestralmente. Mais além, os demonstrativos contábeis publicados por empresas deste tipo são padronizados segundo normas da CVM e também são auditados por empresas independentes. Isto garante que os dados neles contidos podem ser usados como base para comparação entre empresas, já que são colhidos segundo a mesma metodologia e, certifica a veracidade dos mesmos. Estes balanços e demonstrativos de resultados podem ser obtidos facilmente de jornais, no site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), nos sites das próprias empresas ou em bancos de dados financeiros como aqueles oferecidos pelo sistema Bloomberg e Economática. Para este estudo foram utilizados os balanços disponíveis nesta última fonte devido à facilidade de se manipular e exportar dados financeiros no Sistema Economática.

As empresas de capital aberto de telecomunicações no Brasil são exatamente aquelas que se originaram do processo de privatização do sistema telebrás. Deste processo resultou o surgimento de três operadoras de telefonia fixa: Brasil Telecom, Telemar e Telefonica, uma operadora de longa distância: Embratel e 8 operadoras de telefonia móvel: Telesp Celular, Tele Sudeste Celular, Telemig Celular, Tele Celular Sul, Tele Centro Oeste Celular, Tele Norte Celular, Tele Nordeste Celular, Tele leste Celular. Estas são as 12 empresas que compõem a amostra estudada. Duas outras empresas de capital aberto que publicaram balanços durante este período foram excluídas da amostra: CRT (Companhia Riograndense de Telecomunicações) e CRT Celular (Companhia Riograndense de Telecomunicações Celular). A primeira foi excluída pelo fato de que foi incorporada pela Brasil Telecom em dezembro 2000 sendo que seus resultados passaram a constar nos balanços desta última a partir desta data. A segunda foi excluída por não ter sido possível encontrar informações suficientes sobre ela uma vez que foram apenas encontrados balanços trimestrais desta empresa referentes aos anos de 2001 e 2002. Temos novamente na tabela abaixo as 12 empresas que compõem a amostra estudada.

Empresas da Amostra
Embratel
Brasil Telecom
Telefonica
Telemar
Telesp Celular
Tele Sudeste Celular
Telemig Celular
Tele Celular Sul
Tele Centro Oeste Celular
Tele Norte Celular
Tele Nordeste Celular
Tele Leste Celular

Tabela 2: As 12 Empresas brasileiras

Elaborado pelo autor

Empresas Americanas

Os Estados Unidos possui uma parcela muito maior de empresas públicas de capital aberto no seu setor corporativo que o Brasil. Assim, julgamos que não seria necessário obter dados referentes a todas as empresas de telecomunicações de capital aberto americanas, para se obter uma amostra representativa do setor cujos resultados fossem passíveis de serem comparados com aqueles obtidos no Brasil. Foi necessário, entretanto, adotar um critério para a escolha das empresas americanas que fariam parte da nossa amostra e decidiu-se por escolher para nosso estudo as empresas presentes no índice de mercado americano S&P 500. Calculado pela Standard & Poor's, este índice procura refletir o desempenho no mercado de ações de 500 empresas americanas escolhidas de acordo com seu tamanho, liquidez e grau de representatividade no setor de atuação. O S&P 500 também é ponderado segundo o valor de mercado das empresas que o constituem é o mais utilizado "benchmark" do desempenho do mercado acionário americano.

Assim, para compor a amostra de empresas americanas a ser utilizada como base de comparação com amostra constituída pelas empresas brasileiras do setor de telecomunicações, as empresas deste setor presentes no índice S&P 500 em julho de 2002. Na tabela abaixo temos estas empresas:

Empresas Americanas
Bell South corp
AT&T Corp.
CenturyTel Inc
Qwest Communications Int
Sprint PCS Corp
Sprint FON Corp.
Alltel Corp

Tabela 3: Empresas Americanas Analisadas

Elaborado pelo autor

Os dados referentes a estas empresas foram obtidos no banco de dados do sistema Bloomberg.

5.3. Cálculo do EVA

Para descrever o processo pelo qual foi calculado o EVA das empresas das duas amostras voltemos a fórmula do EVA dada no capítulo 2. 3:

$$EVA = (NOPAT / Capital - c) \times Capital$$

Onde:

NOPAT = Lucro operacional líquido depois de impostos;

Capital = Capital total investido no negócio;

c = custo ponderado do capital;

Como foi dito antes, o custo médio ponderado de capital (c) é dado multiplicando-se o custo de cada fonte de financiamento pelo seu peso na estrutura de capital da empresa. Assim, para calcularmos este custo em períodos passados, seria necessário estimar o custo do capital próprio, o custo do capital de terceiros e também a estrutura de capital da empresa naquele período. Entretanto, neste trabalho, ao invés de procurar estimar o custo do capital de terceiros (custo da dívida) no passado, resolvemos aproveitar os dados publicados nos balanços das mesmas e utilizar o item contabilizado como Despesas Financeiras como aproximação do custo do capital de terceiros em um dado período. A vantagem de utilizarmos este enfoque está no fato de que na conta Despesas Financeiras estão contabilizadas todas as despesas com pagamento de juros, amortizações e etc efetivamente efetuadas naquele período para custeio do capital de terceiros. Julgamos que agindo assim estaríamos simplificando o modelo ao mesmo tempo em que aumentamos sua acuraria. A desvantagem em calcular o custo financeiro desta maneira deriva do fato de que a conta Despesas Financeiras é muito mais volátil do que uma estimativa do custo do capital de terceiros baseada no custo médio da dívida da

empresa em um dado período. Isto porque as despesas financeiras relativas a um dado trimestre, poderiam, por exemplo, ser circunstancialmente elevadas por uma amortização de um empréstimo que não afetaria uma estimativa baseada em custo médio.

Realizadas as alterações propostas acima, a fórmula de EVA dada acima poderia rescreita da seguinte maneira:

$$EVA(\%) = \frac{(NOPAT(\$) - \text{custo do capital próprio}(\$) - \text{custo do capital de terceiros}(\$))}{\text{Capital}(\$)}$$

Equação 6: EVA III

Onde:

Custo do capital de terceiros = Despesas Financeiras;

Temos do capítulo 2, entretanto que o NOPAT deve ser calculado levando-se em conta os ajustes propostos abaixo:

NOPAT

= Lucro Líquido

+ Dividendos preferencias

+ Provisão para interesses minoritários

+ Despesas Financeiras depois de impostos

+ Variação em equivalentes patrimoniais

Podemos ver na fórmula acima que um dos ajustes propostos por Stewart no cálculo do NOPAT é somar as Despesas Financeiras depois de impostos ao Lucro Líquido para que o custo da dívida seja debitado somente no cálculo do EVA através da subtração do custo médio ponderado do capital. Sendo que neste trabalho, o custo do

capital de terceiros será calculado através das Despesas Financeiras, não é necessário executar este ajuste ao cálculo do NOPAT exposto acima. Desta maneira, temos que:

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{Lucro Líquido} \\ &+ \text{Dividendos preferencias} \\ &+ \text{Provisão para interesses minoritários} \\ &+ \text{Variação em equivalentes patrimoniais} \end{aligned}$$

No capítulo 2 temos também os ajustes sugeridos por Stewart para estimar o capital total investido na empresa. No entanto, julgamos que o próprio Ativo Total da empresa registrado no balanço da empresa nos dá uma boa estimativa do capital total investido na mesma pelos seus acionistas e terceiros. No caso das empresas brasileiras não há necessidade de se somar os dividendos distribuídos aos acionistas preferenciais ao lucro líquido pelo fato de que estes não são subtraídos no cálculo deste por ocasião da publicação dos demonstrativos de resultados.

Vale lembrar que todos os dados referentes a balanços e demonstrativos de resultados utilizados para os cálculos do EVA das empresas brasileiras foram ajustados pela inflação do período segundo o indicador IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna) calculado pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo. Os mesmos dados referentes às empresas americanas não foram deflacionados por se julgar que as reduzidas taxas de inflação apresentadas neste país não justificariam tal cálculo.

Novamente, retornando a fórmula do EVA dada em (6), resta nos ainda descrever a metodologia utilizada para estimar o custo do capital próprio investido na empresa. O custo incorrido pelo uso do capital próprio não pode ser imputado a uma conta presente nos livros contábeis da empresa, como fizemos com o custo do capital de terceiros.

O capital próprio investido na empresa deve remunerar os proprietários desta que, por sua vez, exigem retornos condizentes com o risco ao qual estão expostos ao realizar tal investimento. Assim, o custo do capital próprio deve ser uma função da expectativa do retorno esperado pelos acionistas ao investir em determinada empresa. Este retorno por sua vez, depende diretamente dos riscos decorrentes de se investir nesta empresa. Assim, poderia se estimar o custo do capital próprio estimando-se o retorno esperado pelos donos deste capital ao realizar tal investimento. O método C.A.P.M de custeio do capital próprio pretende justamente estimar a taxa de retorno esperado pelos acionistas de uma determinada empresa procurando medir os riscos associados a tal investimento. Procuraremos a seguir explicar o funcionamento deste método de custeio do capital próprio.

Para uma explicação mais detalhadas sobre as fontes de capital existentes para as empresas, sugerimos a leitura do anexo A deste trabalho, onde realizamos uma exposição mais detalhada sobre o assunto.

5.4. O C.A.P.M.

Como foi dito acima, o C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model) procura estimar o custo do capital próprio através do cálculo da taxa de retorno compatível com o risco que corre o acionista, ao possuir ações de determinada empresa. Este retorno esperado dever ser igual a uma taxa livre de risco somada a um prêmio pelo risco corrido, conforme a equação abaixo:

$$R_s = R_f + \text{prêmio de risco}$$

Equação 7: C.A.P.M. I

Onde:

R_s = Retorno esperado para a ação da empresa

R_f = Taxa livre de risco

Na equação acima desmembramos o retorno esperado pelo acionista em duas parcelas. Na primeira parcela temos a taxa livre de risco que é igual ao rendimento que se espera por investir em ativos de risco praticamente inexistente como, por exemplo, títulos da dívida do governo americano. Estes títulos são considerados isentos de risco em virtude da reduzida probabilidade do governo dos EUA não honrar sua dívida. Considerando que a posse destes títulos é o investimento mais seguro existente, qualquer outro investimento deverá remunerar seus investidores segundo uma taxa igual à taxa livre de risco mais um prêmio de risco. Este prêmio de risco constitui a segunda parcela da nossa equação e representa a compensação esperada pelos investidores por correr o risco de investir em determinada empresa. O cálculo deste prêmio de risco é o cerne do modelo C.A.P.M. e para que se possa entender bem o funcionamento do modelo, é fundamental que se esteja familiarizado com o conceito de risco.

Em Mullins (1982, p.6), encontramos a seguinte definição para risco: “Risco é a possibilidade dos retornos observados divergirem dos retornos esperados, sendo que o grau desta potencial flutuação determina a intensidade do risco”. De maneira simplificada, quanto maior a probabilidade do retorno verificado de uma empresa se afastar do retorno esperado, maior é o risco de se investir nesta empresa. Em Pratt (1998) encontramos temos que o retorno esperado é o valor médio da distribuição de probabilidade de todos os retornos possíveis em um determinado período de tempo. Em outras palavras, o retorno esperado pode ser definido como sendo a esperança matemática da variável retorno. Daí segue, segundo o mesmo autor, que risco é a variância desta distribuição de probabilidades. Desta maneira, quanto maior a variância, maior o risco.

Para entender o funcionamento do modelo C.A.P.M. é necessário ainda compreender os dois tipos de risco associados à posse de um ativo: o risco sistemático e o não sistemático.

Risco não sistemático: é o risco relacionado a fatores que afetam apenas uma empresa ou grupo de empresas. Um incêndio que destrói uma fábrica de produtos químicos é um exemplo de fator de risco sistemático.

Risco sistemático: é o risco relacionado a fatores que afetam todas ou grande parte das empresas. É também chamado de risco de mercado ou risco comum por envolver fatores que afetam a economia de um determinado país ou países. A queda repentina das taxas de juros de longo prazo é um exemplo de fator de risco sistemático.

O risco não sistemático de um investidor é passível de ser reduzido através da diversificação da sua carteira de investimentos. Podemos utilizar uma imagem encontrada em (Mills, 1982) para ilustrar esta assertiva. Vamos supor que nosso investidor só pode investir em uma ilha que vive do turismo e que só possui duas empresas, sendo que uma delas fabrica guarda-chuvas e a outra fábrica óculos de sol. Se em um determinado ano, nosso investidor concentrar todo o seu capital apenas na empresa que fabrica óculos de sol, ele amargará retornos muito baixos, caso seja um ano de chuvas torrenciais. Por outro lado, se tivesse diversificado sua carteira de investimentos e distribuído seu capital nas duas empresas, o alto retorno da fábrica de guarda-chuvas compensaria o mau desempenho da fábrica de óculos. Desta maneira, nosso investidor reduziu a zero seu risco não sistemático diversificando seu investimento.

No mundo real, entretanto, a correlação negativa total que verificamos entre as empresas do exemplo acima, dificilmente é encontrada. Ainda sim, um investidor pode sempre reduzir seu risco não sistemático diversificando seus investimentos.

Foi necessário conceituar os dois diferentes tipos existentes de risco pelo fato de que o modelo C.A.P.M. assume que os investidores possuem carteiras de investimento bem diversificadas, de modo que estão expostos apenas aos riscos sistemáticos. Esta

suposição muitas vezes não se verifica na realidade devido à pequena diversificação verificada nos portfólios da maioria dos investidores. Por outro lado, os grandes investidores institucionais como os fundos de pensão ou fundos mútuos, procuram diversificar ao máximo seus investimentos, de maneira a minimizar a parcela de risco não sistemático a que estão sujeitos. Estes grandes investidores respondem pela maior porção dos negócios realizados nas bolsas de valores e, portanto, são os principais agentes envolvidos na determinação do preço dos ativos nelas negociados. Assim, é razoável supor que o valor das ações no mercado é coerente com a hipótese presente no modelo C.A.P.M. de que apenas o risco sistemático é importante.

Para se medir o risco sistemático de uma empresa usa-se o coeficiente Beta (β). O “Beta” de uma empresa é uma medida que indica como o retorno das ações da mesma se comporta em relação a variações no retorno do mercado de ações como um todo. Ele é o coeficiente angular da reta resultante da regressão linear realizada entre o retorno do mercado de ações e o retorno da ação da empresa.

Desta forma, se uma empresa possui “Beta” igual a “1”, espera-se que uma variação de 1 ponto percentual no retorno médio do mercado resulte em uma variação de 1 ponto percentual no valor de sua ação. Assim, o “Beta” é também uma medida de risco, pois quanto maior o “Beta” de uma ação, maior serão os ganhos ou perdas dos proprietários da mesma quando variar o retorno médio do mercado. Ações com “betas” maiores que 1 tendem a subir ou cair em porcentagens maiores que as variações do mercado. Ações que apresentam “beta” negativo tendem a se comportar de maneira inversa a do mercado, ou seja, quando o desempenho deste último melhora, o desempenho da ação piora.

Ressaltamos novamente que o modelo C.A.P.M. assume como hipótese que o investidor não está sujeito a riscos não sistemáticos por possuir carteira de investimentos diversificada. Aceitando-se esta hipótese temos que o prêmio de risco acima referido e centro do modelo C.A.P.M. pode ser calculado pela seguinte equação:

$$\text{prêmio de risco} = \beta \times (R_m - R_f)$$

Equação 8: Prêmio de Risco

Onde:

β = “Beta” da ação

R_m = Retorno esperado pelo mercado de ações como um todo

R_f = Taxa livre de risco

Na equação acima, temos que o prêmio que o investidor espera receber por investir em determinada empresa é uma função do prêmio que se espera receber por investir no mercado de ações como um todo. Este prêmio é igual ao retorno esperado pelo mercado de ações subtraído da taxa livre de risco e, representa a recompensa que se espera obter por se correr o risco do mercado de ações.

Assim, somando-se o prêmio de risco calculado conforme exposto acima à taxa livre de risco, temos o retorno esperado pelo acionista ao realizar determinado investimento. Finalmente, multiplicando-se este retorno esperado pelos acionistas pelo capital por eles investido no negócio, temos o custo financeiro do capital.

5.5. Aplicando o C.A.P.M.

Nesta seção descreveremos como aplicamos o modelo C.A.P.M. acima exposto para estimar o custo do capital próprio das empresas aqui estudadas. Da seção anterior, temos que o retorno esperado pelo acionista é dado pela seguinte fórmula:

$$R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Equação 9: C.A.P.M. II

Onde:

R_s = Retorno esperado para a ação da empresa

R_f = Taxa livre de risco

Beta = Beta da ação

R_m = Retorno esperado pelo mercado de ações como um todo

R_f = Taxa livre de risco

A seguir, demonstramos como foram obtidos os dados referentes a cada uma das variáveis presentes na equação acima:

Taxa livre de risco (R_f)

- Empresas brasileiras: Usamos como taxa livre de risco em nossas análises a taxa do CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que é um título que representa operações de crédito entre bancos. A taxa média do CDI é usada como referencial para o custo do capital no Brasil servindo como base de comparação para a rentabilidade de fundos de investimento e outras aplicações. A série histórica das taxas do CDI na década de 90 foi obtida no banco de dados do Sistema Econômica.
- Empresas americanas: Neste caso, utilizamos como referência à taxa paga pelos títulos do governo americano de três meses. Como dissemos acima, os títulos do governo americano são considerados os instrumentos de menor risco do mundo, pelo fato de que a probabilidade do governo americano deixar de ser capaz de cumprir suas obrigações é praticamente nula. Utilizamos as taxas pagas pelos títulos de três meses pelo fato de que este é o vencimento mais curto que existe e, portanto o que apresenta as menores taxas. Além disto, três meses é, como veremos adiante, o tempo que o acionista espera levar para obter o retorno do seu investimento em nosso modelo. Os dados referentes às taxas históricas dos títulos do governo americano de três meses foram obtidas no banco de dados do Bloomberg.

Retorno esperado para o mercado acionário (R_m)

- Caso brasileiro: A taxa escolhida para representar o retorno médio do mercado de ações foi a variação do Índice Bovespa (Ibovespa). O Ibovespa mede o retorno de uma carteira teórica composta pelas ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A série histórica do índice Bovespa foi obtida também no banco de dados do Sistema Econômica.
- Caso americano: No caso americano utilizamos o retorno obtido pelo índice S&P 500 que como foi dito acima, procura refletir o desempenho no mercado de ações de 500 empresas americanas escolhidas de acordo com seu tamanho, liquidez e grau de representatividade no setor de atuação. A série histórica do índice S&P 500 foi obtida através do banco de dados da Bloomberg.

“Beta” da ação

Os “Betas” foram obtidos através do coeficiente da reta de regressão do retorno de cada ação contra o retorno do índice de mercado (Ibovespa no caso brasileiro e S&P 500 no caso americano) em cada período. Os “Betas” foram calculados utilizando-se dados históricos referentes ao período de um ano que antecede a data para qual se quer calculá-lo conforme a convenção no mercado. Assim, se por exemplo desejava-se calcular o “Beta” de uma ação no dia 31 de março de 1999, seriam utilizados dados históricos dos retornos da ação e do índice de mercado do período compreendido entre os dias 31 de março de 1998 e 31 de março de 1999. Vale ressaltar também que, no caso brasileiro, os dados referentes ao fechamento diário dos preços das ações utilizados para o cálculo dos “Betas” também foram corrigidos pela inflação do período utilizando-se o IGP-DI.

Para ilustrarmos a maneira como utilizamos o C.A.P.M. para estimar o custo do capital próprio em um dado período daremos o exemplo a seguir, onde o objetivo é

calcular o custo do capital próprio da empresa Brasil Telecom no período que envolve o primeiro trimestre de 1998:

Período referente ao custo que se deseja estimar: 01/01/1998 a 31/03/1998.

Taxa livre de risco: Dada pelo CDI acumulado no último trimestre de 1997 é usada para representar o rendimento esperado para um investimento de três meses livre de risco realizado no primeiro trimestre de 1998. A taxa paga pelo CDI no período já corrigida pela inflação segundo o IGP-DI foi de 6,0%.

Retorno esperado pelo mercado de ações: Para estimar o rendimento esperado para o mercado de ações no primeiro trimestre de 1998, calculamos a média dos rendimentos do índice Bovespa nos quatro trimestres anteriores ao primeiro trimestre de 2000 conforme a tabela abaixo:

Retorno do Índice Bovespa	
1º Trimestre 1997	24,5%
2º Trimestre 1997	36,8%
3º Trimestre 1997	-6,7%
4º Trimestre 1997	-15,2%
média do período	9,8%

Tabela 4: Retorno do Índice Bovespa em 1997.

Elaborado pelo autor.

“Beta” da ação: O “Beta” utilizado pelo investidor, no início do primeiro trimestre de 1998 para medir a sensibilidade do preço da ação da empresa às flutuações no mercado, será dado segundo dados históricos referentes ao período de um ano que antecede o primeiro trimestre de 1998. O “Beta” da Brasil Telecom no período que vai de 01/01/1997 a 01/01/1998 foi de 0,5.

Temos assim, que o retorno esperado pelo acionista ao investir na Brasil Telecom no primeiro trimestre de 1998 pode ser estimado pelo modelo C.A.P.M. efetuando-se os cálculos abaixo:

$$R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 6,0\% + 0,5 \times (9,8\% - 6,0\%) = 7,9\%$$

O capital próprio investido na Brasil Telecom é dado a partir do balanço da empresa, somando-se o patrimônio líquido da mesma às participações dos acionistas minoritários já ajustados pela inflação do período. O capital próprio investido na Brasil Telecom pelos seus acionistas no primeiro trimestre de 1998 segundo este cálculo é dado pela cifra de 2,6 bilhões de reais. Assim temos que em termos financeiros, o rendimento esperado pelos acionistas da Brasil Telecom no primeiro trimestre de 1998 e, portanto o custo do capital próprio da mesma, pode ser dado pela cifra de 205 milhões de reais (7,9% de 2,6 bilhões).

Encerramos com o exemplo acima, a apresentação da metodologia que utilizamos para obter os resultados expostos no próximo capítulo.

6. ANÁLISE DE RESULTADOS

6.1. Introdução

No primeiro capítulo deste trabalho, mencionamos o fato de que na obra “The Quest for Value”, base do sistema de gerenciamento pelo EVA, é sugerida uma relação de proporcionalidade entre o EVA de uma empresa e seu valor de mercado. A razão para tal relação residiria no fato de que o mercado, sendo capaz de reconhecer verdadeira geração de valor, ofereceria um prêmio por empresas com EVA mais alto considerando que este é o indicador que melhor representa a criação de valor de uma empresa. Para demonstrar esta relação, o autor lança mão de um gráfico em que relaciona os retornos oferecidos por empresas do setor alimentício americano com os prêmios pagos pelo mercado sobre o valor contábil registrado por estas. Exibimos aqui novamente o gráfico para melhor ilustrarmos nossa posterior análise. Observando o gráfico, temos no eixo das abscissas o quociente entre a taxa de retorno oferecida pela empresa e o custo médio do capital empregado. No eixo das ordenadas, temos o quociente entre o valor de mercado da empresa e o capital aplicado na mesma no ano de 1988.

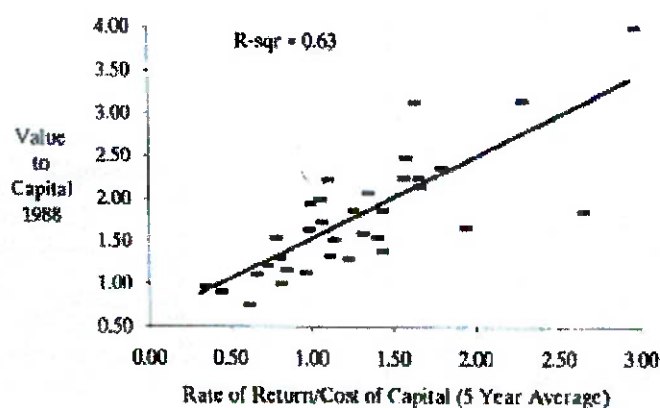


Figura 7: Prêmio de Mercado x Taxa de retorno

Fonte: Stewart (1990)

Podemos dizer que o gráfico confirma a afirmação de Stewart (1990) sobre a existência de correlação positiva entre o valor de mercado de uma empresa e sua capacidade de gerar valor para seus acionistas.

6.2. EVA x Valor de Mercado

De maneira a verificar se esta mesma relação se verificaria no Brasil, tentamos adaptar a metodologia utilizada para o gráfico acima para os dados referentes ao setor de telecomunicações no Brasil. Calculamos para a data de 31 de março de 2002 (data que encerra o período coberto pelo primeiro balanço divulgado este ano), o quociente entre o valor de mercado das empresas da amostra e o seu ativo total (eixo das ordenadas). Para representar o valor criado por essas empresas utilizamos o próprio EVA médio dos últimos dois anos calculado conforme a metodologia exposta anteriormente (eixo das abscissas). O objetivo de reproduzir o estudo encontrado em “The Quest for Value” era verificar se o EVA ajudaria a explicar o valor das ações das empresas da amostra na mesma proporção em que o fazia para as empresas do setor alimentício americano nos cinco anos que antecedem o ano de 1988. Os resultados podem ser vistos no gráfico abaixo.

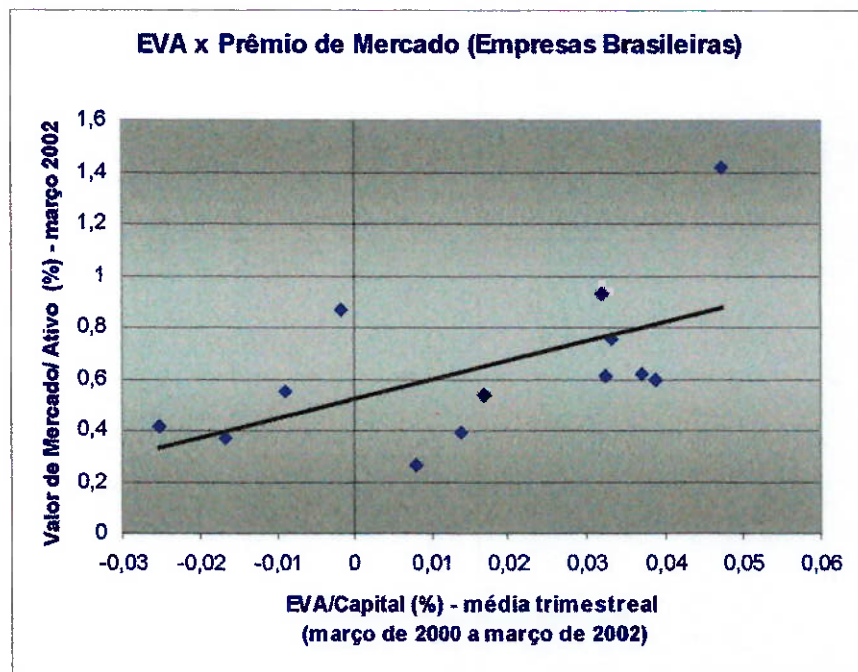


Figura 8 : Gráfico do EVA x Prêmio de Mercado – Empresas Brasileiras

Elaborado pelo autor

Na regressão linear realizada para os dados acima, verificamos que o R-quadrado é igual a 0,33 indicando uma baixa correlação entre o EVA e o valor de mercado das empresas de telecomunicações brasileiras nos últimos dois anos. Esperávamos encontrar neste setor o mesmo tipo de relação que foi encontrado no setor alimentício americano, dada a universalidade da afirmação feita por Stewart (1990, p.72):

“Pesquisas realizadas pela Stern Stewart Co. demonstram que esta relação entre retornos obtidos e retornos esperados (valor criado) explicam o ágio ou deságio no preço das ações de inúmeros grupos de empresas no mundo todo”.

De maneira a tentar entender porque a relação verificada no setor alimentício americano não se repetia no setor de telecomunicações brasileiro, procuramos repetir este mesmo experimento no setor de telecomunicações americano para verificar se as razões para esta diferença estariam restritas ao Brasil. Esta hipótese é bastante plausível se consideramos que a cultura do “Sharholder Value” é um fenômeno muito mais recente no Brasil do que nos EUA. Neste último, a “Financiarização” é um fenômeno muito mais amplo e, a idéia de que a criação de riqueza para o acionista é o único objetivo legítimo de uma empresa está presente de uma maneira muito mais intensa nas mentes de administradores e investidores. Numa sociedade “financiarizada”, é de se esperar que, o esquema no qual o mercado recompensa as empresas mais bem sucedidas na geração de valor agregado medido pelo EVA, esteja mais bem ajustado do que numa sociedade onde a “financiarização” é um fenômeno bem mais recente e de menor intensidade. No Brasil, a preocupação com valor ao acionista não é tão intensa quanto nos EUA, inclusive porque, respeitadas as proporções, o mercado de capitais nacional é muito menor que o americano e, somente uma pequena parcela dos brasileiros aplica seu dinheiro na bolsa de valores contra cerca de metade dos americanos segundo Froud et al (2000).

Assim, utilizando a metodologia descrita acima, tentamos repetir o experimento realizado para o setor de telecomunicações brasileiro utilizando-os dados referentes a empresas americanas do setor. No eixo das ordenadas, temos a média dos retornos trimestrais, obtidos pelas empresas americanas nos últimos dois anos, calculado como o quociente entre o EVA e o capital investido. No eixo das abscissas temos o quociente entre o valor de mercado delas e seu valor contábil medido segundo dados do dia 30/06/02. O R-quadrado obtido para estes dados indica que a correlação entre as duas variáveis é maior no caso americano que no caso brasileiro. No entanto, como podemos ver no gráfico abaixo, esta correlação ainda é muito fraca para poder se dizer que o EVA pode ajudar a explicar parcela importante do preço das ações destas empresas.

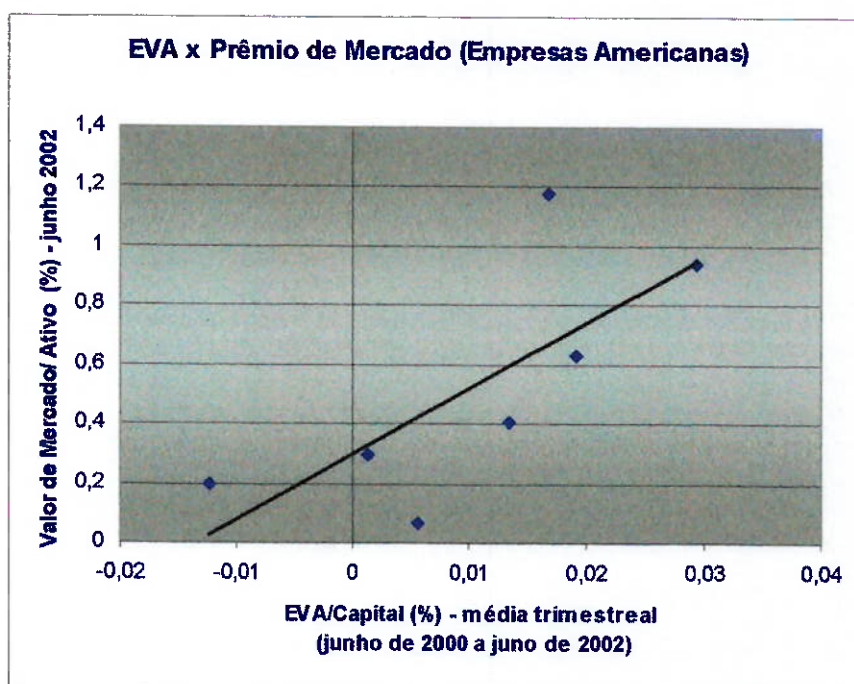


Figura 9: Gráfico do EVA x Prêmio de Mercado – Empresas Americanas

Elaborado pelo autor.

Realizando uma regressão linear a partir dos dados acima, encontramos R-quadrado igual a 0,54, ou seja, acima do coeficiente de correlação encontrado para os dados referentes ao Brasil mas abaixo daquele verificado no setor de alimentos

americano no final da década de 80, utilizado como exemplo por Stewart (1990). Formulamos acima a hipótese de que as diferenças verificadas entre os dois países (Brasil e EUA), poderiam ser explicadas pela menor difusão da cultura do “Shareholder Value” no Brasil. Em um primeiro momento poderíamos dizer que esta hipótese se verificou apenas parcialmente, pois existiriam diferenças também entre setores dentro dos EUA. Porém, é interessante notar que se ampliarmos o período desta nossa análise de dois para três anos, temos que o R-quadrado no caso americano passa para 0,64 que é aproximadamente o mesmo verificado no exemplo de Stewart. No caso brasileiro, no entanto, aumentar em um ano o período de análise não provoca alterações no R-quadrado, o que acentua a distância entre os dois países, mas aproxima os diferentes setores dentro do mesmo país (setores de alimentação e de telecomunicações americano). Se estendermos em mais um ano o período estudado (sempre que os dados não cobriam o período de 3 anos anterior a 31 de março de 2002, foram utilizados períodos tão extensos quanto os dados disponíveis permitiam), veremos que a tendência se acentua ainda mais como podemos ver no quadro abaixo.

Variação do R-quadrado		
Período	Empresas Americanas	Empresas Brasileiras
2 anos	0,54	0,33
3 anos	0,64	0,35
4 anos	0,66	0,19

Tabela 5: Variação do R-quadrado

Elaborado pelo autor

No quadro acima, torna-se visível a diferença entre os dois países, mesmo quando nos servimos de um mesmo setor em um mesmo período de tempo para fazer a comparação. Teríamos assim, confirmada a hipótese levantada anteriormente de que a assimetria encontrada entre os dois países seria fruto da diferença na maneira como está estruturada a competição capitalista nos mesmos. Porém, antes de nos precipitarmos para esta conclusão, analisemos novamente os dados coletados adotando um enfoque ligeiramente diferente.

Até agora, analisamos a relação entre o prêmio pago pelo mercado por uma determinada empresa com sua capacidade de geração de valor. Comparamos o desempenho das empresas do setor alimentício americano dado por Stewart (1990) com o desempenho de empresas do setor de telecomunicações no Brasil e nos EUA. Encontramos uma fraca correlação entre as grandezas medidas no caso brasileiro e uma correlação no caso americano que ia se acentuando conforme crescia o período de estudo chegando a alcançar o grau de correlação observado entre as empresas de alimentação americanas. Este prêmio ou desconto pago pelo mercado por cada empresa, dado pela quociente entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contábil reflete em certa medida o MVA da mesma. O prêmio pago pelo mercado conforme foi calculado acima nada mais é que o MVA expressa em termos financeiros. Relembrando o conceito de MVA segundo Stewart (1990) exposto no capítulo 2, temos que ele é dado pelas seguintes relações:

$$MVA = \text{Valor de mercado} - \text{capital}$$

Equação 10: MVA - Valor de Mercado

$$MVA = \text{valor presente do fluxo de EVA futuro}$$

Equação 11: MVA - Fluxo do EVA Futuro

O MVA (Market Value Added) de uma empresa, é igual a diferença entre seu valor de mercado e o capital total nela investido, mas também pode ser interpretado como sendo o valor presente do fluxo de EVA futuro da empresa. Enquanto o EVA é um indicador de desempenho interno, o MVA é seu correspondente externo a empresa, uma vez que representa a avaliação do mercado sobre as possibilidades futuras de geração de valor da mesma.

Segundo Stewart (1990), o MVA é a melhor medida do sucesso de uma empresa, sendo que maximizar o EVA é apenas a melhor maneira encontrada pelo autor

para atingir o verdadeiro objetivo que é maximizar o MVA, pois é este último que representa de forma incontestável a riqueza do acionista. O MVA reflete o valor de mercado de uma empresa que, por sua vez, reflete o preço da ação desta empresa que, em última instância, é a riqueza do acionista. Assim, maximizar o EVA seria o caminho escolhido para se obter máximo MVA. Isto porque o EVA seria o indicador mais capacitado para medir o valor criado pela mesma, sendo este último, o critério pelo qual o mercado avaliaria o valor de uma empresa.

6.3. Variação do EVA x Variação do MVA

Estaria assim estabelecida a conexão entre EVA e MVA. Entretanto, note-se que utilizamos o Futuro do Pretérito no raciocínio acima, pois, os dados obtidos neste trabalho parecem não confirmá-lo. Stewart (1990, p.215) afirma que: “A melhor maneira de provar a importância do EVA é correlacionando-o diretamente ao MVA. (...)”. Para provar esta correlação ele utiliza dados de 613 empresas agrupadas em 25 classes segundo o EVA médio registrado pelas mesmas nos anos de 1987 e 1988. No gráfico abaixo foram assinalados os pontos correspondentes ao EVA médio de cada uma dessas classes e seu respectivo MVA no ano de 1988:

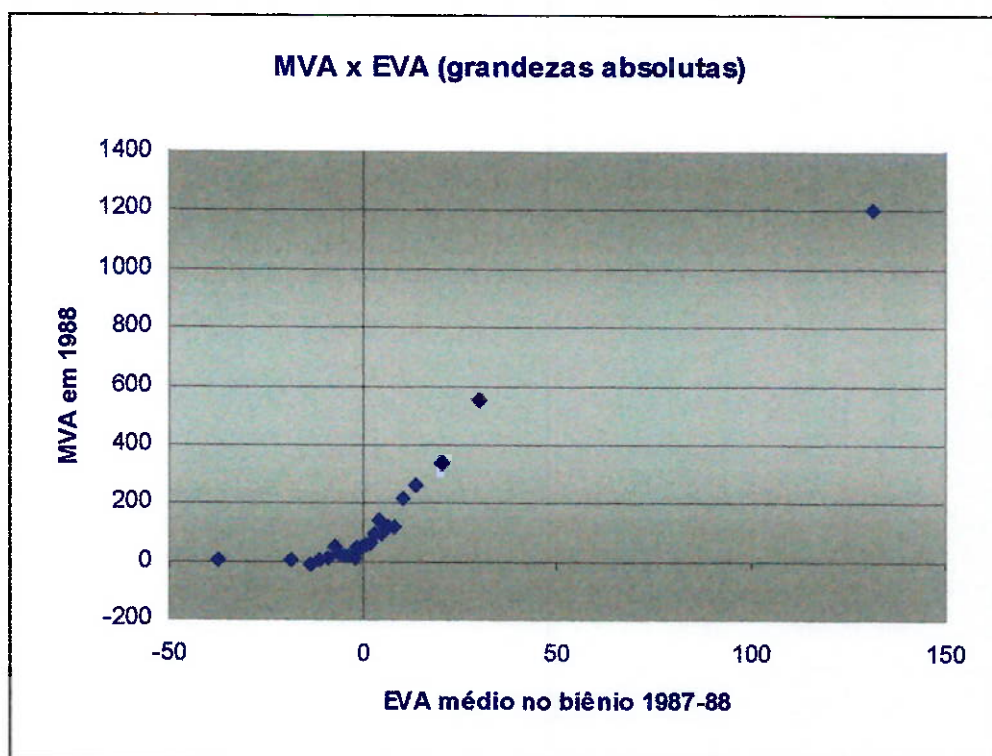


Figura 10: MVA x EVA – Grandezas Absolutas

Elaborado pelo autor com base em Stewart (1990)

Nota-se que este experimento, apesar de mais abrangente, é bastante semelhante àquele realizado por Stewart (1990) no setor alimentício americano analisado acima. Mais além, o resultado obtido está em linha com o que foi observado isoladamente tanto no setor de alimentos americano no mesmo período quanto com o que foi por nós observado no setor de telecomunicações americano em um período mais recente. O R-quadrado de 0,92 obtido para esta relação é inclusive bem superior àqueles obtidos para os setores isoladamente indicando uma correlação quando tratamos da economia como um todo. No entanto, temos que Stewart (1990, p.217) segue na sua análise afirmando que a correlação existente entre MVA e EVA ficaria ainda mais clara se, ao invés de serem analisadas as quantidades absolutas, forem analisadas as variações registradas para estas grandezas num dado período. Isto porque, quando o EVA de uma empresa é negativo, a relação entre MVA e EVA não seria tão evidente devido a um descasamento entre as duas grandezas pelo fato de que o mercado sempre ofereceria um preço mínimo

pela empresa motivado pela expectativa de liquidação, recuperação, recapitalização ou mudança de controle na mesma. (Stewart, 1990, p.217). Assim, para as mesmas 25 classes de empresas temos de Stewart o seguinte gráfico com a variação do MVA em relação à variação do EVA. No eixo das abscissas temos a variação no EVA média de cada grupo do biênio 1984-85 para o biênio 1987-88. No eixo das ordenadas temos a variação do MVA médio de cada grupo entre os mesmos biênios:

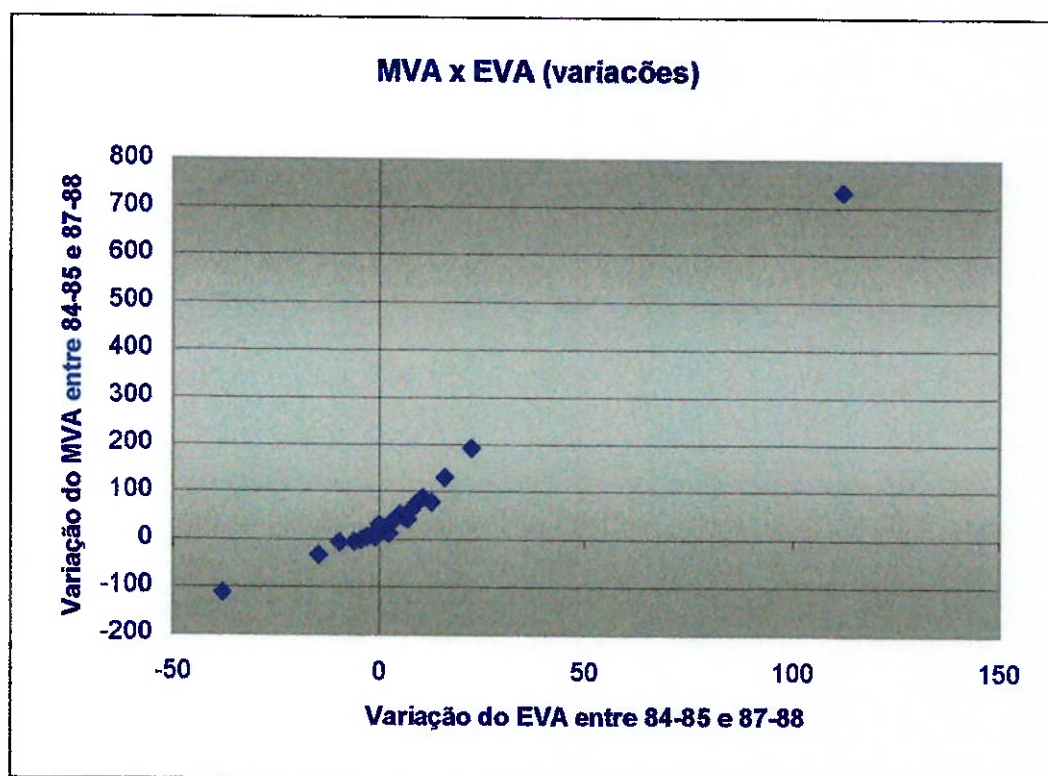


Figura 11: MVA x EVA – Variações

Elaborado pelo autor.

O R-quadrado de 0,97 obtido para a relação apresentada no gráfico acima é, ainda mais elevado que àquele obtido quando foram utilizando os valores de cada variável ao invés de sua variação, o que indica uma correlação ainda maior entre as duas variáveis neste último caso.

Stewart (1990) comprova com esses dados a estreita relação entre MVA e EVA e, portanto a utilidade do EVA como medida de performance corporativa. Novamente, procuramos verificar se esta mesma correlação poderia ser verificada nos dados coletados para os setores de telecomunicações brasileiro e americano no final da década de 90 e, os resultados obtidos revelaram-se bastante diferentes. No caso brasileiro temos o gráfico abaixo onde, a semelhança dos gráficos apresentados por Stewart, temos no eixo das abscissas a variação do EVA entre os anos de 1999 e 2001. No eixo das ordenadas temos a variação do MVA de cada empresa neste mesmo período.

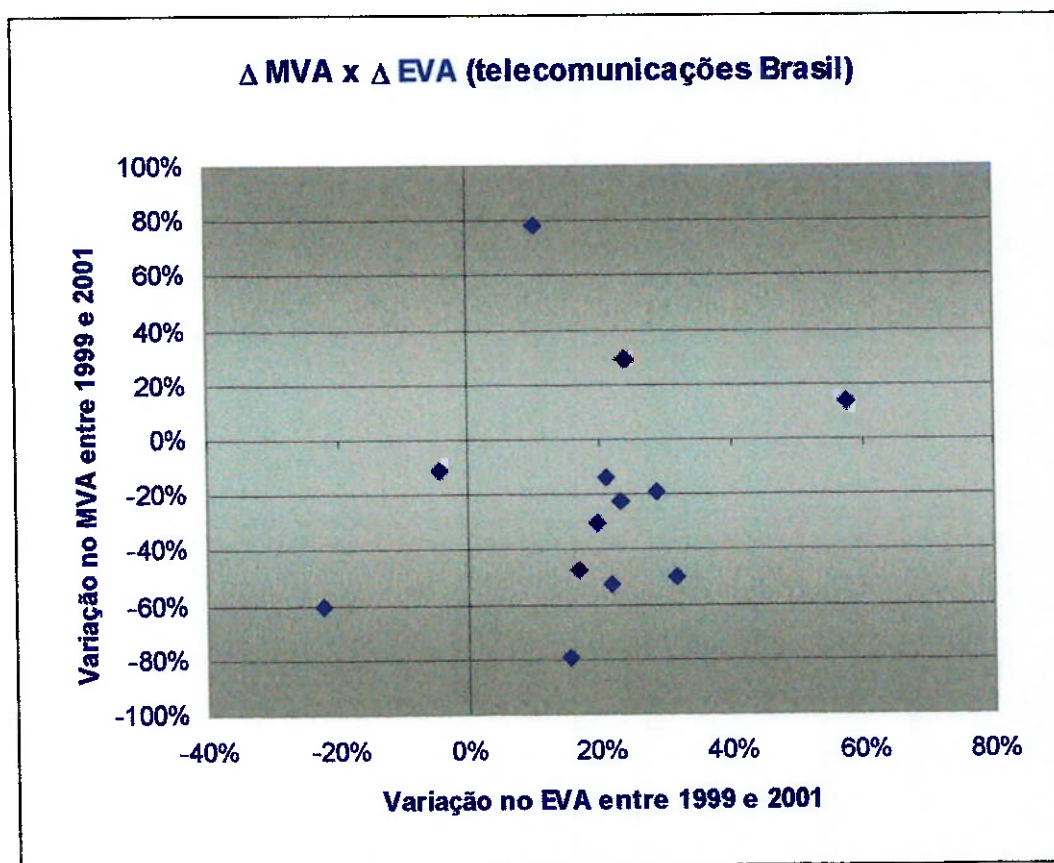


Figura 12: Variação EVA x Variação MVA – Empresas Brasileiras

Elaborado pelo autor

Observando-se os dados acima, fica bastante claro que a correlação existente entre as variações no MVA e no EVA para as empresas brasileiras de telecomunicações

é bastante baixo sendo o R-quadrado de apenas 0,04 encontrado para a relação prova disso. Novamente, para verificar se a fraca correlação poderia ser explicada por motivos regionais, relacionamos a variação do EVA e do MVA das empresas de telecomunicações americanas da nossa amostra no mesmo período. O resultado pode ser visto no gráfico abaixo:

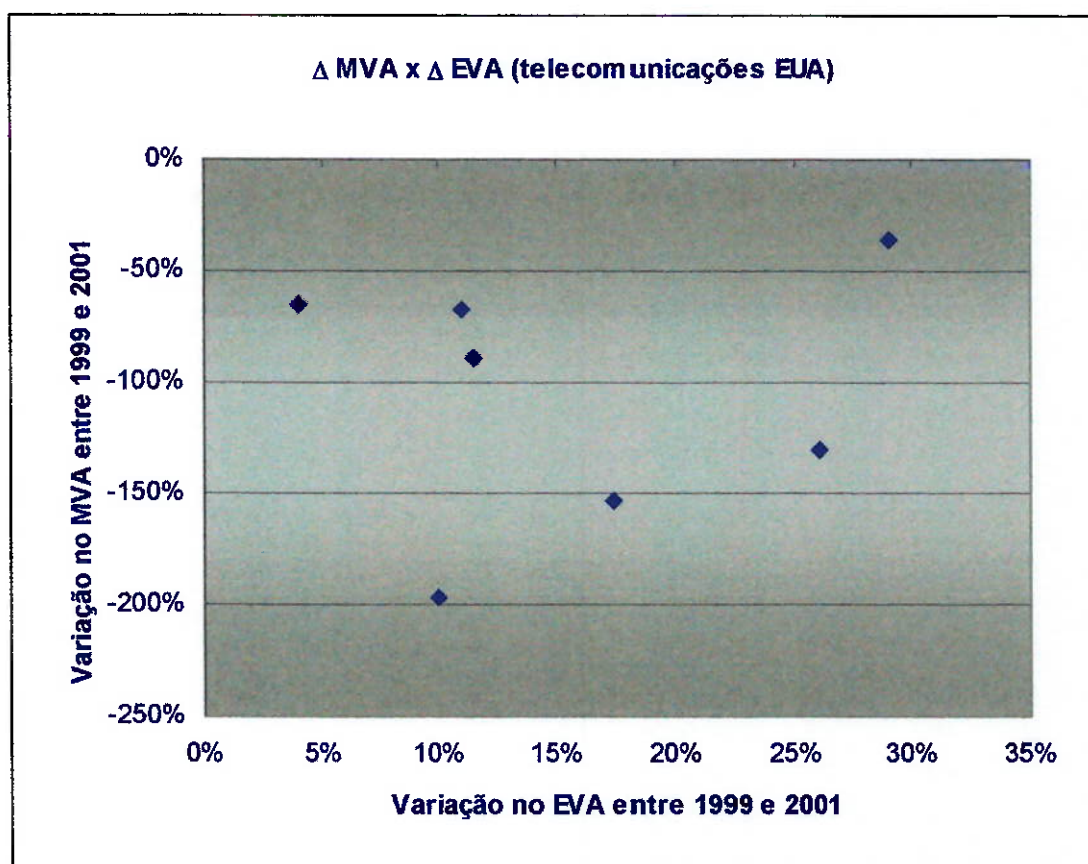


Figura 13: Variação MVA x Variação EVA – Empresas Americanas

No caso das empresas americanas, o R-quadrado de 0,02 indica que, assim como no caso brasileiro, a correlação entre os dados é inexistente. Podemos dizer assim que, em nenhum dos países, no período analisado, a correlação foi relevante. Isto difere da situação na qual tínhamos o total do EVA e do MVA em cada período. Naquela situação havia uma considerável diferença entre os dois países, sendo que a correlação verificada

entre as empresas de telecomunicações americanas se aproximava bastante da verificada para o setor alimentício americano no final da década de 80 por Stewart (1990).

6.4. EVA e Expectativas Sobre o Futuro

Até aqui, não verificamos de forma conclusiva em nossas análises, a relação de causa e consequência entre EVA e MVA defendida por Stewart e apresentada como prova da utilidade do indicador EVA. A questão que fica agora é por que os resultados obtidos neste trabalho para o setor de telecomunicações brasileiro e, em menor medida, americano no final da década de 90 diferem tanto dos resultados obtidos por Stewart na década de 80?

Em primeiro lugar, analisemos a própria natureza da relação apontada acima, a correlação esperada entre o valor criado por uma empresa medido pelo EVA e valor a ela atribuído pelo mercado medido pelo MVA. O motivo para esperar uma alta correlação positiva entre estas duas variáveis deriva do seguinte raciocínio: uma empresa que se mostrou capaz de criar valor de maneira consistente ao longo de um certo período teria seu valor reconhecido pelo mercado. Isto aconteceria porque os investidores reconheceriam existir por trás desta empresa uma direção competente, firmemente comprometida com o propósito de criar valor para os seus acionistas. Assim, se uma empresa mostra-se capaz de criar valor de maneira consistente em um período razoável de tempo, provavelmente ela possui políticas racionais para aplicação de seus recursos e deve continuar a apresentar bons resultados no futuro. Os investidores antecipariam então estes bons resultados futuros e ofereceria um prêmio pela ação desta empresa, elevando seu valor no mercado.

No caso em que lidamos com as variações nas quantidades de MVA e EVA em um dado período, um raciocínio análogo pode ser feito. Uma variação positiva no EVA seria interpretada pelo mercado como fruto de decisões acertadas da administração da empresa. A repetição no futuro deste resultado melhor justificaria um aumento no MVA

da empresa pelo fato de este é em última análise o valor presente do fluxo de EVA futuro da empresa.

Assim, a partir da relação esperada entre performance corporativa medida pelo EVA e valor de mercado atual medido pelo MVA, percebe-se que uma correlação positiva forte entre os dois primeiros se confirmaria apenas se considerarmos que uma boa performance no passado justifica a confiança de que os bons resultados se repetirão no futuro. Se o valor de mercado de uma empresa reflete o fluxo de valor futuro a ser gerado pela mesma, então a relação de causalidade entre desempenhos passados e valor de mercado atual só pode existir se existir uma conexão entre bons resultados passados e futuros. Em outras palavras, existe uma relação entre o MVA de uma empresa e seu EVA futuro, mas esta relação só pode ser estendida ao EVA passado se partirmos do pressuposto de que o EVA obtido no passado se repetirá no futuro. Este pressuposto é válido se admitirmos que um bom desempenho do EVA em um dado período é, como foi dito acima, fruto de estratégias acertadas decididas por uma gerência competente e comprometida com a geração de valor que se perpetuarão no futuro.

Entretanto, no caso extremo de ser total a correlação entre resultados passados e valor de mercado atual (R -quadrado igual a 1), estaríamos diante de um mundo estático (e bastante tedioso), onde o passado se repete infinitamente. Stewart ou qualquer defensor do uso do EVA, portanto, nunca esperariam uma correlação total entre estas duas variáveis. O fato porém, é que as correlações verificadas no setor de telecomunicações no final da década de 90 são inexistentes quando levadas em consideração as variações no EVA e MVA, e ainda bem reduzidas no caso brasileiro quando são considerados os números “cheios”.

6.5. O Caso Brasileiro

No caso brasileiro, a explicação para a ausência de correlação pode ser encontrada investigando-se a própria história recente do setor. Recordando o que foi

exposto no capítulo 4. Após as privatizações realizadas no setor em 1998, muito capital foi investido nestas antigas estatais pelas empresas adquirentes, para que as primeiras pudessem realizar os ganhos potenciais previstos para as mesmas pelos seus compradores. Estes ganhos potenciais derivariam das expansões que as redes de telefonia fixa e celular poderiam sofrer num mercado grande e ainda pouco desenvolvido como era o mercado brasileiro então. Esta expectativa por ganhos futuros e os crescentes investimentos realizados nas empresas teve duas conseqüências: aumento no valor de mercado das empresas de telecomunicações e redução no EVA das mesmas. Esta redução no EVA foi resultado, tanto dos pífios desempenhos das empresas em matéria de criação de valor neste período, quanto do aumento de capital investido nestas empresas. Este aumento no capital investido piora a razão EVA sobre capital investido, e se manifestou mais entre as empresas que decidiram por antecipar as metas de universalização da Anatel.

Isto tudo acontecia justamente em um momento em que o setor de telecomunicações no mundo inteiro passava por um boom onde as expectativas com relação ao crescimento futuro do setor pareciam ilimitadas. Entretanto, a partir do terceiro trimestre de 2000 temos uma reversão nestas tendências, e o valor das empresas de telecomunicações no mundo inteiro entra em trajetória descendente devido a uma reavaliação do mercado sobre as expectativas de retorno para os investimentos realizados neste setor durante a década de 90. Isto ocorre justamente em um momento em que começa a crescer o valor agregado pelas empresas de telecomunicações brasileiras, fruto do gerenciamento mais eficiente dos recursos realizado nestas empresas após a privatização. A expansão na rede por si não resultou em ganhos de EVA expressivos porque as novas linhas instaladas atenderam regiões de poder aquisitivo mais baixo, sendo que o retorno sobre o capital investido nestas expansões acabou por ser muitas vezes inferior ao custo deste capital, gerando EVAs negativos (Unibanco, 2002). Contribui também para o mal resultado destas empresas, as duas desvalorizações por que passou a moeda brasileira entre 1998 e 2001. As dívidas contraídas para viabilizar o cumprimento das metas da Anatel tiveram seu custo de carregamento

elevado por estas desvalorizações contribuindo para a destruição de valor realizada neste período.

Para ilustrar melhor o raciocínio desenvolvido acima, observemos o movimento no prêmio pago pelo mercado e no EVA nos últimos anos das três empresas de telefonia fixa, da operadora de longa distância e da operadora de telefonia celular Telesp Celulares egressas do sistema telebrás:

Embratel

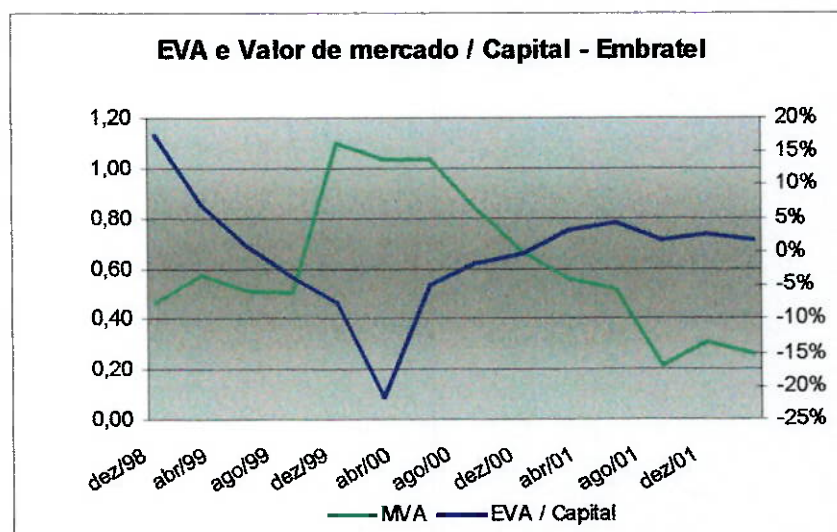


Figura 14: EVA x Prêmio do Mercado – Embratel

Elaborado pelo autor

Uma das principais razões para o mal resultado da Embratel em termos de criação de valor foi, as grandes perdas com clientes devido a problemas na estrutura de cobrança. Este problema poderia ter sido evitado caso as cobranças tivessem sido feitas em parceria com as operadoras locais. No entanto, o valor que as operadoras locais queriam cobrar da Embratel para emitir boletos de cobrança em conjunto não compensava o prejuízo decorrente do não pagamento pelos serviços prestados. Os contratos de parceria na cobrança foram renegociados neste ano de 2002 e o valor

exigido por boleto pelas operadoras locais sofreu drásticas reduções. No entanto, não se espera melhoras expressivas no MVA da Embratel pelo fato de que o adiantamento nas metas de universalização por parte da Telefonica e da Telemar habilita estas empresas a operar no ramo de longa distância aumentando a competição no seu setor de atuação. A Embratel foi também a empresa mais prejudicada pelas desvalorizações do Real pelo fato de que a quase totalidade da sua dívida é denominada em moeda estrangeira.

Telemar

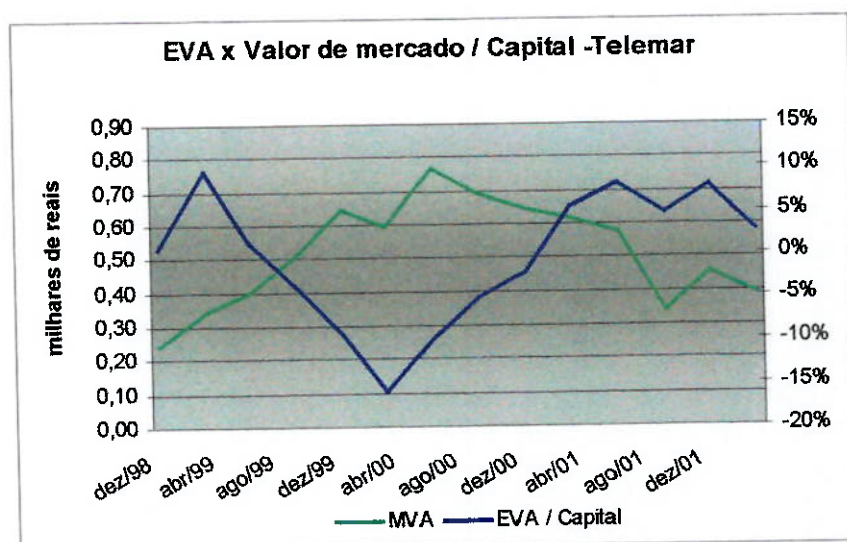


Figura 15: EVA x Prêmio do Mercado – Telemar

Elaborado pelo autor

A maior vantagem da Telemar deriva da possibilidade que tem de se tornar uma operadora nacional de telefonia fixa de longa distância e local e de telefonia celular. A sinergia advinda destas três operações permitiria a Telemar uma redução nos seus custos de interconexão responsáveis por parcela significativa do custo variável das operadoras de telefonia fixa. Entre as operadoras fixas, a Telemar foi a que mais sofreu como as desvalorizações do Real pelo fato de ser a mais endividada das três. Sua dívida total representa cerca de 53% do seu capital (Unibanco, 2002) e foi em grande parte contraída

para viabilizar o adiantamento das metas de universalização da Anatel que permitiu a esta empresa operar em outras áreas de concessão a partir deste ano.

Brasil Telecom

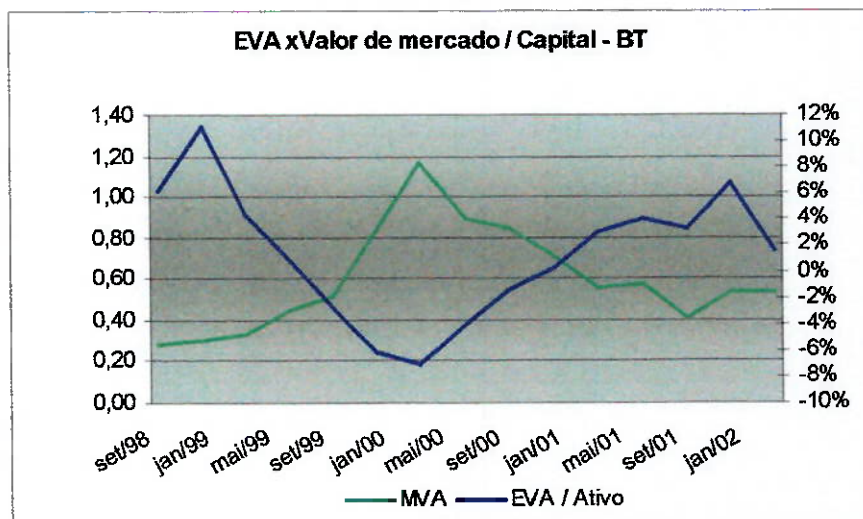
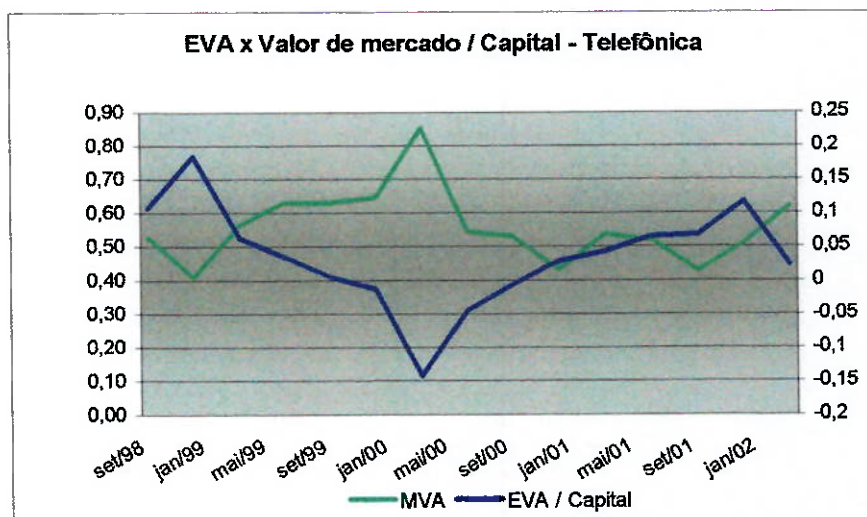


Figura 16: EVA x Prêmio do Mercado – BT

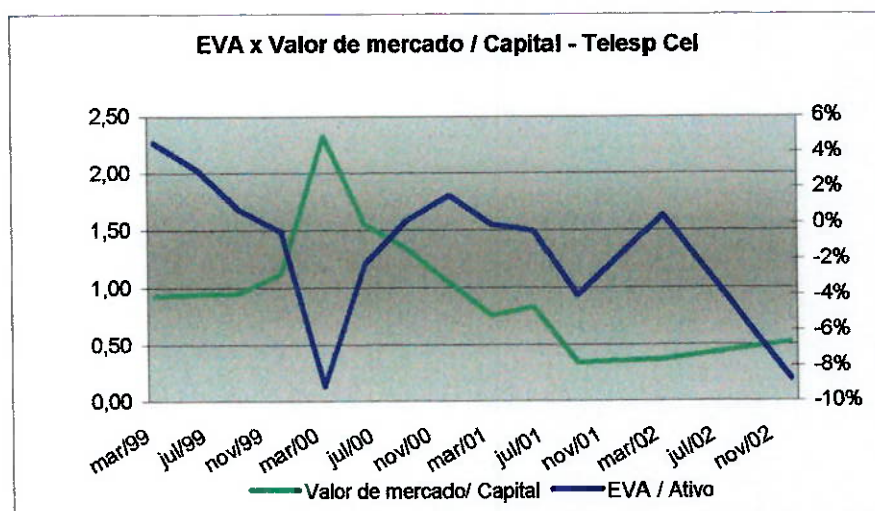
Elaborado pelo autor

A Brasil Telecom possui fundamentos financeiros excelentes sendo que a grande expectativa com relação a esta empresa deriva da possibilidade de se tornar, assim como a Telemar, uma empresa integrada de serviços de telefonia fixa local, de longa distância e celular no cone sul. Diferente da Telemar, a Brasil Telecom não se preocupou em investir no adiantamento de metas, evitando assim o endividamento ocasionado por estes investimentos. A dívida total da Brasil Telecom representava 34% do capital da empresa em junho de 2002, contra 53% no caso da Telemar (Unibanco, 2002). Isto significa que a empresa apresenta ótimas possibilidades de executar aquisições bastante vantajosas em um período em que os ativos do setor encontram-se bastante depreciados.

Telefônica**Figura 17: EVA x Prêmio do Mercado – Telefônica**

Elaborado pelo autor.

A Telesp Fixa ou Telefônica opera na região de maior poder aquisitivo do país que é o estado de São Paulo, o que se reflete em seus excelentes resultados operacionais, 51% de margem Ebitda em 2001 (fonte Unibanco). Também por estar localizada na região que já possui a mais bem desenvolvida rede fixa, a Telefônica não teve que se endividar como a Telemar para adiantar o cumprimento das metas de universalização da Anatel, sendo que sua dívida representava 21% do seu capital em junho de 2002 (fonte : Unibanco). A empresa já iniciou também sua operação de longa distância e junto com a Telemar apresenta condições para se tornar uma gigante nacional no conceito “One Stop Shop” (prestadora de serviços de telefonia fixa, móvel e de longa distância).

Telesp Celular**Figura 18: EVA x Prêmio do Mercado – Telesp Cel**

Elaborado pelo autor.

A Telesp Celular herdou a carteira de clientes que possuía antes da privatização. Estes clientes constituem a parcela de mercado com mais alto poder aquisitivo justamente porque foram os pioneiros na aquisição deste tipo de serviço. A estratégia da Telesp Celular, visando garantir a rentabilidade no curto prazo foi procurar manter seus clientes mais antigos e conquistar novos clientes na faixa de melhor perfil de consumo. A empresa privilegia a busca do aumento na receita média por usuário em detrimento do crescimento no número total de usuários.

Observando os gráficos das cinco empresas acima vemos que, apesar das particularidades de cada uma delas, de uma maneira geral a evolução do prêmio pago pelo mercado por essas empresas se comportou de uma maneira semelhante que teve pouca relação com a evolução do EVA destas empresas no período. Isto aconteceu porque o valor destas empresas variou segundo as expectativas de retorno futuro do mercado. O MVA destas empresas se elevou no decorrer do ano de 1999 quando as expectativas quanto aos retornos do setor estavam altas. Até o ano 2000, o mundo todo

vivia um período de euforia nos setores ligados a tecnologia da informação quando as possibilidades das novas tecnologias pareciam indicar retornos ilimitados. No entanto, finda a festa, veio a ressaca e as expectativas para o setor foram reavaliadas sendo que o valor de mercado das empresas de telecomunicações no mundo e no Brasil caiu drasticamente. No gráfico abaixo, temos o prêmio pago pelo mercado e o EVA da empresa americana AT&T corp. Desde 1998, podemos ver que a evolução do prêmio se assemelha muito aos gráficos para as empresas do setor de telecomunicações nacional.

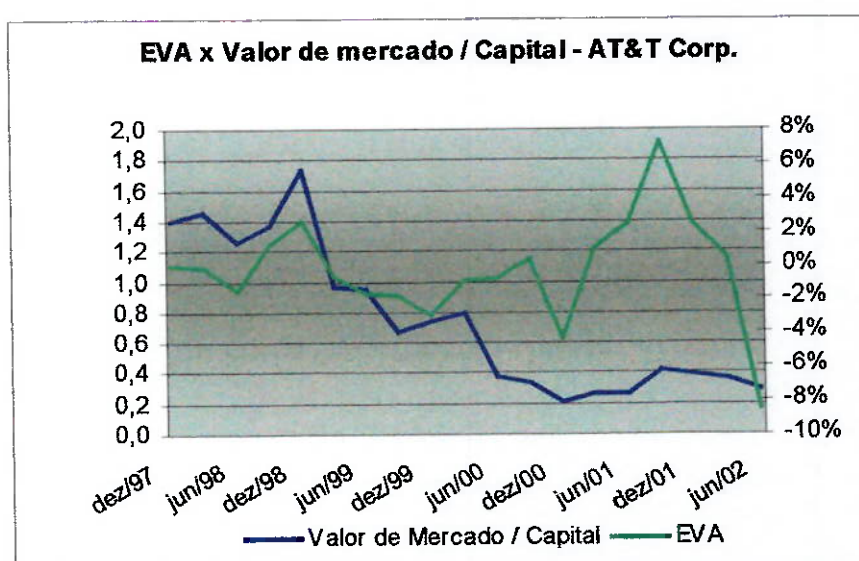


Figura 19: EVA x Prêmio do Mercado – AT&T Corp.

Elabora pelo autor.

Voltando novamente ao capítulo 2, temos que Stewart em seu “The Quest for Value” afirma que aqueles investidores de elite que definem os preços dos ativos (lead-steers) são capazes de reconhecer a real criação de valor de uma empresa e recompensam as mais bem sucedidas com preços mais elevados para suas ações no mercado. Sendo o EVA a melhor representação deste valor criado, era esperada que se encontrasse uma alta correlação positiva entre bons resultados e prêmio do mercado sobre o valor contábil das empresas. No entanto, melhoras no MVA não são necessariamente consequência de melhoras no EVA, pois o mercado precifica

expectativas de retorno futuras que e o bom resultado hoje não necessariamente é sinônimo de geração de valor no futuro.

Stewart (1990) sugere também que o mercado, através dos seus investidores mais importantes, pode não ser capaz de avaliar corretamente as possibilidades de retorno futuro de uma empresa. A evidência para a invalidade desta afirmação reside na reavaliação no valor de todo o setor de telecomunicações que aconteceu a partir do ano 2000 sem que nenhum fato genuinamente novo fosse registrado. Os formadores de preço aparentemente teriam se deixado levar pela euforia que varreu o setor de tecnologia nos anos 90, permitindo a formação de uma “bolha” nos preços dos ativos que “estourou” no final desta década.

6.6. EVA x ROA

Seguindo em nossa análise, outro fato interessante nos chama a atenção. Os dados coletados neste trabalho sugerem que, mesmo entre os indicadores de desempenho financeiro, o EVA pode não necessariamente explicar melhor o prêmio oferecido pelo mercado sobre o valor contábil de uma empresa do que o indicador financeiro clássico ROA, (Retorno sobre o Ativo Total, do inglês Return on Total Assets).

Repetimos a experiência de plotar num gráfico os retornos médios oferecidos nos últimos dois anos pelas teles brasileiras em relação aos prêmios oferecidos pelo mercado. Entretanto, ao invés de utilizarmos o quociente EVA/Capital como indicador do retorno oferecido pela empresa aos seus acionistas, utilizamos o clássico quociente ROA, que é obtido dividindo-se o Lucro Líquido em um dado período sobre o Ativo Total da empresa. O resultado é que, realizada a regressão linear para os dados, tínhamos que o R-quadrado obtido utilizando-se o ROA era de 0,4 que é bastante baixo, mas ligeiramente superior ao R-quadrado de 0,33 obtido utilizando-se o EVA como indicador de desempenho das empresas. Aumentando-se o período de observação dos retornos médios oferecidos, temos que no caso das empresas brasileira, o grau de

correlação medido pelo R-quadrado diminui tanto quando utilizamos o EVA quanto quando utilizamos o ROA como medida do desempenho da empresa, como podemos ver no quadro abaixo. .

	R-quadrado	
	ROA	EVA /Capital
2 anos	0,42	0,33
3 anos	0,26	0,35
4 anos	0,24	0,19

Tabela 6: R-quadrado ROA x EVA – Empresas Brasileiras

Elaborado pelo autor

No caso das empresas americanas também foi realizado o mesmo experimento utilizando-se o ROA no lugar do EVA para indicar o desempenho das empresas. Os resultados obtidos foram semelhantes aos observados no caso das empresas brasileiras. A correlação entre os retornos médios observados e o prêmio oferecido pelo mercado, que se havia mostrado baixa quando utilizamos o EVA como medida de retorno, mostrou-se bastante elevada quando o ROA foi utilizado. O R-quadrado da correlação entre o prêmio pago e a média dos retornos verificados nos dois anos anteriores medido pelo ROA foi de 0,81 enquanto que o R-quadrado obtido utilizando-se o EVA foi de 0,54. Quando novamente estendemos o período de observação do retorno médio para mais de 2 anos, o R-quadrado da correlação entre EVA e prêmio pago pelo mercado cresce sensivelmente, como já havíamos observado, enquanto que o R-quadrado da correlação com o ROA diminui um pouco conforme o número de anos aumenta. Na tabela a seguir, podemos visualizar esta evolução dos R-quadrados.

	R-quadrado	
	ROA	EVA / Capital
2 anos	0,81	0,54
3 anos	0,65	0,64
4 anos	0,56	0,66

Tabela 7: ROA x EVA – Empresas Americanas

Elaborado pelo autor.

O fato de que o grau das correlações medido pelo R-quadrado quando se usa o ROA ser maior do que quando se usa o EVA no prazo mais curto e, aproximadamente o mesmo nos prazos mais longos, sugere que, se o mercado recompensa empresas que criam valor, então tanto o ROA, como o EVA, são na mesma medida aproximações razoavelmente boas da real criação de valor de uma empresa.

Considerando concluída esta análise dos dados, seguiremos adiante para as conclusões finais deste trabalho.

7. CONCLUSÕES

Na introdução deste trabalho, quando apresentamos nossos objetivos, esperávamos que suas conclusões pudessem apresentar respostas satisfatórias para as três perguntas abaixo:

1. O EVA é capaz de refletir com mais precisão a avaliação do mercado sobre a situação financeira de uma empresa do que os indicadores financeiros tradicionais?
2. O EVA é, conforme alegam seus criadores, um bom previsor do retorno futuro de uma empresa?
3. O EVA pode ser usado no Brasil da mesma maneira como é usado no exterior?

Desta forma, estruturaremos as conclusões deste trabalho de maneira a responder cada uma destas questões.

O EVA é capaz de refletir com mais precisão a avaliação do mercado sobre a situação financeira de uma empresa do que os indicadores financeiros tradicionais?

Podemos dizer que, a partir dos dados analisados neste trabalho, a resposta é negativa. A relação existente entre o indicador EVA e o valor de mercado das empresas do setor de telecomunicações brasileiro e americano no período estudado é semelhante àquela observada entre o valor de mercado de uma empresa e o valor do indicador financeiro clássico ROA. Esta conclusão é fruto da análise realizada neste trabalho comparando-se o desempenho das empresas medido pelo EVA e pelo ROA com o valor de mercado destas empresas no primeiro semestre de 2002. Para realizar estas avaliações, calculou-se o desempenho médio do ROA e do EVA destas empresas em períodos envolvendo os últimos dois, três e quatro anos. Para estimar o grau da correlação entre estas variáveis e o valor de mercado das empresas, calculou-se o R-

quadrado em cada um dos casos. Os resultados obtidos indicam que tanto entre as empresas americanas como entre as empresas brasileiras, a intensidade da correlação entre o EVA e o valor de mercado das empresas, avaliada pelo R-quadrado é muito próxima daquela verificada entre o indicador o ROA e o valor de mercado das empresas. Os resultados obtidos inclusive sugerem que a correlação entre o ROA e o valor de mercado das empresas do setor de telecomunicações brasileiras e americanas é maior do que a existente entre o EVA e o valor de mercado destas empresas. A explicação encontrada para este fato reside principalmente no fato de que tanto o ROA como o EVA, são indicadores do desempenho passado de uma empresa, sendo que o mercado determina o valor de uma empresa a partir das expectativas de criação de valor desta no futuro. Como comentamos antes, o futuro só pode ser igual ao passado, se tudo permanecer da maneira como está, o que é muito pouco provável num setor em constante transformação como o setor de telecomunicações. Assim, tanto o EVA quanto o ROA seriam aparentemente igualmente ruins para determinar o valor de uma empresa em cenários de grandes mudanças.

O EVA é, conforme alegam seus criadores, um bom previsor do retorno futuro de uma empresa?

No cerne desta questão, temos novamente a discussão sobre a utilidade de se projetar o passado para se realizar previsões sobre o futuro. No decorrer deste trabalho, apresentamos exemplos utilizados por Bennett Stewart em sua obra “The Quest for Value” para justificar sua afirmação de que o melhor caminho para maximizar o valor de mercado de uma empresa é maximizando seu EVA. Isto implicaria em dizer que bons resultados de EVA no presente serão recompensados no mercado por uma elevação no valor da empresa. Considerando que o mercado avalia um empreendimento segundo as expectativas de retorno deste no futuro, este raciocínio só se justifica se o mercado considerar que um crescimento no EVA é resultado de uma melhora permanente na maneira como a empresa emprega seus recursos. No entanto, razões externas a empresa podem resultar numa reavaliação das possibilidades de ganhos desta no futuro, o que foi

justamente o que se verificou no setor de telecomunicações brasileiro e mundial no final da década de 90. Neste caso, independente do valor criado ou destruído por essas empresas, o seu valor de mercado caiu drasticamente no momento em que se espalhou a percepção de que os ganhos esperados neste setor haviam sido superestimados. Assim, quando comparamos a variação do EVA com a variação do MVA (Valor de Mercado – Valor Contábil) no período compreendido entre o início de 1999 e o final de 2001, vemos que não existe correlação nenhuma entre estas variáveis, tanto no caso brasileiro como no caso americano. Isto contraria as expectativas de Stewart segundo as quais haveria uma altíssima correlação entre estas duas variáveis.

Portanto, um investidor que utilizasse o EVA como guia para aplicação de seu capital no final da década de 90 teria destruído parte considerável do valor investido. Se observarmos os gráficos da evolução do EVA e do MVA de algumas empresas do setor de telecomunicações apresentados no capítulo anterior, vemos que o EVA indicava um mau desempenho destas empresas no ano de 1999 que foi seguido por uma grande valorização das mesmas no ano 2000. A partir do ano 2000, observamos que o EVA de todas estas empresas melhora significativamente e que, portanto um crescimento no valor destas empresas no mercado estaria a caminho. Entretanto, este período de melhora no EVA é seguido por um decréscimo no valor de mercado destas empresas devido à reavaliação de expectativas por que passou o setor neste período. Em poucas palavras, o EVA piorou no momento que antecedeu uma melhora no valor das empresas do setor e deu sinais de melhora justamente antes de uma colossal redução no valor destas empresas. Portanto, utilizar o EVA como sinalizador para realização de investimentos revelou ser uma péssima estratégia de investimento no setor de telecomunicações no final da década de 90.

É bem possível que em situações onde as transformações se dêem de forma menos intensa do que no setor de telecomunicações no final da década de 90, a proposição de Stewart de que o crescimento do EVA se traduz em aumento no valor de mercado da empresa seja verdadeira. Em situações como esta, é provável também que o

EVA seja um melhor indicador do desempenho de uma empresa do que o ROA, pelo fato de representar de maneira mais fiel a criação de valor de uma empresa. Isto porque o EVA, diferente de indicadores financeiros clássicos, incorpora o custo do capital investido em sua avaliação do resultado de uma empresa. No entanto, as evidências observadas neste trabalho, como vimos, não confirmam esta hipótese, o que significa que ela nem sempre é verdadeira. Ou seja, o EVA pode ser sim em alguns casos uma boa variável para se estimar a valorização futura de uma empresa, mas não o será em todos os casos. O mesmo pode ser dito com relação à comparação do EVA com outros indicadores financeiros, ele pode sim ser melhor que outros indicadores para avaliar a real criação de valor de uma empresa em muitos casos, mas existem casos em que ele é apenas tão bom quanto ou pior que outros indicadores.

O fato é que seriam necessários novos estudos sobre o comportamento do EVA para avaliar se sua capacidade de antecipar a evolução do valor de uma empresa é melhor do que a de outros indicadores financeiros. Sugerimos aqui, que se realizem estudos semelhante a este, envolvendo outros setores da economia em períodos de crescimento econômico e recessão, de modo que os resultados sejam de aplicação mais geral e não fiquem tão sujeitos às especificidades de um setor isoladamente.

Ainda sobre a relação entre o EVA e o valor de mercado de uma empresa, devemos lembrar que Stewart elabora sua linha de raciocínio sobre a maneira como um influencia o outro, segundo o princípio de que o mercado avalia com perfeição o valor de uma empresa em um determinado momento. Isto porque o preço das ações seria determinado por um pequeno grupo de investidores muito bem informado capaz de julgar as possibilidades futuras de geração de valor das empresas. Entretanto, encontramos neste trabalho evidências de que o mercado pode algumas vezes não se comportar de forma racional. Um bom exemplo desta falta de racionalidade do mercado pode ser encontrado na maneira como evoluiu o valor de mercado das empresas ligadas a Internet durante os anos 90. Apesar dos péssimos fundamentos destas empresas, o mercado elevou seu valor aos céus num processo auto-alimentado baseado em duvidosas

perspectivas de geração de valor no futuro. No entanto, em um dado momento, voltou a reinar a racionalidade e, percebeu-se que o valor destas empresas excedia em muito sua capacidade de criação de valor. Assim, o valor de mercado destas empresas caiu repentinamente sem que nenhuma informação nova apresentada ao mercado pudesse justificar tão ampla mudança de opinião. Algo semelhante a isto foi verificado no setor de telecomunicações no final da década de 90, pois o valor de mercado das empresas deste setor caiu drasticamente sem que nenhum fato genuinamente novo fosse apresentado ao mercado. Não há explicação racional capaz de justificar esta súbita mudança na avaliação da capacidade de criação de valor destas empresas, visto que os fundamentos não haviam mudado. Poderíamos dizer apenas que houve uma mudança no “humor” do mercado e que aqueles que haviam especulado com o preço dos ativos relacionados a este setor, julgaram que era hora de vender suas ações e realizar o lucro obtido gerando um movimento de venda que destruiu o valor de mercado destas empresas.

O sistema de avaliação de desempenho de empresas baseado no EVA não leva em consideração estas imperfeições do mercado quando determina o valor de uma empresa e, portanto, obviamente é incapaz de prever movimentos como o verificado no mercado durante o período estudado. Acrescente-se a isto o, fato de que segundo um analista¹ do setor de telecomunicações entrevistado durante este trabalho, muitos investidores levam mais em consideração análises comparativa baseadas em múltiplos, do que os fundamentos de uma empresa, em suas decisões de investimento. Isto significa que um investidor deste tipo, ao perceber, por exemplo, que está se elevando o prêmio pago pelas empresas de um determinado setor na Europa, voltará sua atenção para empresas deste mesmo setor no Brasil dando importância menor para as reais perspectivas de criação de valor neste setor no futuro.

¹ O entrevistado preferiu manter em sigilo sua identidade

O EVA pode ser usado no Brasil da mesma maneira como é usado no exterior?

Algumas adaptações devem ser feitas, sendo que a mais importante diz respeito à maneira de estimar o custo do capital próprio no Brasil. Os índices de mercado brasileiros apresentam uma elevada volatilidade que acaba por ser transmitida para as estimativas utilizadas no modelo C.A.P.M. do retorno esperado pelo mercado de ações e, em menor medida para o Beta das empresas. Uma alta volatilidade nas variáveis do modelo implica numa alta volatilidade no custo do capital próprio por ele estimado, o que não é razoável, pois o custo de oportunidade do investidor no Brasil não apresenta uma volatilidade tão alta quanto aquela apresentada pelos índices de mercado. Existem algumas maneiras de se corrigir este problema que envolve o uso de indicadores de mercado americanos adicionados a um prêmio devido ao risco inerente aos investimentos realizados no Brasil, o chamado risco Brasil. Em Arruda (1999), encontramos alguns modelos alternativos para a aplicação do C.A.P.M. ao caso brasileiro.

Finalmente, se há motivos para duvidar da capacidade do mercado acionário americano de precificar uma empresa segundo suas reais possibilidades de geração de valor no futuro, no caso brasileiro os motivos para desconfiança são ainda maiores devido a ineficiências no mercado local. Isto acontece porque o mercado brasileiro, por ser um mercado periférico, apresenta-se defasado com relação a seu congênere americano. Isto porque os investidores, quando diante de novas informações, realocam seus investimentos primeiro para os mercados principais (Europa, EUA e Japão) e depois para os mercados periféricos como o Brasil. Isto significa que os preços dos ativos no Brasil só se ajustam para novas informações após os preços dos ativos nos mercados principais. Assim, o valor de mercado utilizado como base para o cálculo do indicador MVA pode não refletir a expectativa de geração de valor de uma empresa, o que pode induzir a alguns erros de julgamento.

Ainda sobre a aplicação do EVA ao mercado local, devemos chamar a atenção para o fato de que, as variações verificadas na taxa de câmbio e nas taxas de juros brasileiras colaboram para elevar a volatilidade do custo de capital das empresas brasileiras. Quando se trata de períodos de elevadas taxas de inflação, como as verificadas no Brasil antes de 1994, a avaliação do valor criado pelas empresas torna-se quase impossível devido ao fato de que é necessário ajustar os dados para estas elevadas taxas de inflação sendo que a escolha do índice utilizado influencia fortemente os resultados obtidos (Iveson, 2001).

Entretanto, a volatilidade faz parte do jogo, uma vez ela apenas reflete os elevados riscos e por consequência, elevados prêmios de se investir no Brasil. O problema, é que esta elevada volatilidade prejudica a percepção de tendências de médio e longo prazo na evolução histórica do EVA. Isto compromete a capacidade de previsão do indicador e reduz sua utilidade para os investidores.

Poderíamos dizer então que O EVA é, nos seus fundamentos, um indicador mais capacitado para medir a criação de valor de uma empresa, do que os indicadores financeiros clássicos, pelo fato de procurar inserir o custo de capital na avaliação do desempenho desta empresa. No entanto, ele é tão capaz (ou incapaz) de antecipar o futuro quanto seus pares mais tradicionais, principalmente em épocas de elevada incerteza e em setores em rápida transformação. Mais além, quando aplicado ao caso brasileiro, sua maior qualidade, considerar o custo do capital nas suas avaliações, pode se transformar em seu maior defeito, devido à instabilidade verificada nas taxas e índices de mercado locais.

Concluimos assim este trabalho, esperando ter apresentado respostas satisfatórias para as questões colocadas em sua Introdução.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARRUDA, J. Trabalho de Formatura do Dep. Engenharia de Produção da USP. São Paulo: s.n, 1999.

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Social. Cadernos de Infra-Estrutura: As Telecomunicações no Brasil. Rio de Janeiro: s.n, 2000. 61p. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 20 de Outubro de 2002.

BRASIL. Agência Nacional de Telecomunicações. Programa de Recuperação e Ampliação do Sistema de Telecomunicações e do Sistema Postal: PASTE 1997. Brasília: s.n, 1997. 104p. Disponível em: <<http://www.anatel.gov.br>>. Acesso em: 20 de Outubro de 2002.

BRASIL. Agência Nacional de Telecomunicações. Perspectivas para Ampliação e Modernização do Setor de Telecomunicações: PASTE 2000. Brasília: s.n, 2000. 157p. Disponível em: <<http://www.anatel.gov.br>>. Acesso em: 20 de Outubro de 2002.

COYNE, K.; WITTER, J. What makes your stock go up and down. The McKinsey Quarterly, Número 2 April 2002

FLIGSTEIN, N. The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Societies. New Jersey: Princeton University Press, 2000. 274p.

FROUD, J.; HASLAM, C.; JOHAL, S.; WILLIAMS, K. Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. Economy and Society, Volume 29 Number 1 February 2000, p.80-110.

GITMAN, L. Princípios de Administração Financeira. São Paulo: Editora Hbra, 1997. 841p.

IVESON, S. Trabalho de Iniciação Científica. São Paulo: s.n, 2001.

Leilão das Teles. O Estado de São Paulo, São Paulo: Disponível em: <<http://www.estadao.com.br>>. Acesso em: 20 de Outubro de 2002.

MULLINS, David W. Does the capital asset pricing model work? Harvard Business Review, Jan/Feb 1982, p.105-113.

PRATT, S. Cost of Capital. New York: John Wiley & Sons, 1998.

STEWART, B. The Quest for value. New York: Harper Collins, 1991.

WILLIAMS, K. From shareholder value to present-day capitalism. Economy and Society, Volume 29 Number 1 February 2000, p.1-12.

MINISTÉRIO DAS COMUNICAÇÕES. Brasília. Apresenta histórico da Telebrás. Disponível em <<http://www.telebras.com.br>>. Acesso em: Outubro de 2002.

UNIBANCO. Telecomunicações - Este negócio tem valor? São Paulo, 2002.

ANEXO A

O EVA e o Custo do Capital

O EVA, ou Economic Value Added (Valor Econômico Agregado) é um indicador financeiro que foi criado pela consultoria Stewart numa tentativa de aprimorar os indicadores financeiros tradicionais. A grande diferença entre os indicadores financeiros tradicionais e o EVA reside no fato deste último levar em consideração na sua avaliação do resultado de uma empresa, o custo do capital investido para se obter tal resultado. Sendo essa diferença fundamental para explicar as vantagens do EVA, trataremos nesta seção de conceituar o custo de capital.

Fontes de Capital – Capital Próprio e Capital de Terceiros

Podemos primeiramente identificar duas fontes básicas de financiamento para as empresas: capital próprio e capital de terceiros. A seguir definiremos melhor estas duas fontes de financiamento para as empresas:

Capital de Terceiros

Podemos caracterizar como capital de terceiros, todo os recursos investidos na empresa que não são provenientes dos seus proprietários, ou seja, a dívida que a empresa possui com terceiras partes. Relacionamos a seguir as duas principais formas de financiamento com capital de terceiros:

Empréstimos: Neste tipo de financiamento a empresa toma dinheiro emprestado de uma instituição financeira por um prazo fixo não inferior a um ano. Esses empréstimos são concedidos muitas vezes para financiar necessidades fixas de capital de giro, compras de maquinaria e equipamentos ou para liquidar outros empréstimos. Para receber este aporte de capital, a empresa precisa assinar um contrato de empréstimo onde as condições do mesmo estarão especificadas. Neste contrato encontraremos itens referentes ao montante e vencimento do empréstimo, datas de pagamento, taxa de juros,

garantias colaterais (se houver alguma), a finalidade do empréstimo, ação a ser tomada caso o acordo não seja cumprido e warrants. As datas de pagamento podem ser mensais, trimestrais, semestrais ou anuais sendo que as parcelas pagas nestas datas se referem a pagamento de juros e amortizações do empréstimo. Warrants são instrumentos que dão ao credor o direito de comprar um número especificado ações do devedor por um certo preço durante um determinado período.

Encontraremos também em contratos de empréstimo de longo prazo cláusulas padronizadas e cláusulas restritivas, sendo que as primeiras são incluídas em todos os contratos e se referem geralmente ao cumprimento das normas contábeis e respeito à legislação. Cláusulas restritivas são específicas para cada contrato e são acordadas pelas partes envolvidas. Estas cláusulas podem incluir, por exemplo, o comprometimento do tomador de recursos de não realizar qualquer processo de fusão ou aquisição com outras empresas durante a vigência do empréstimo.

Títulos Privados: Um título privado é um certificado emitido por uma empresa que garante que esta é devedora de uma determinada quantia que será paga em data especificada e sobre a qual pagará um cupom (juros) em prazos regulares. Os títulos mais comuns possuem valor de face de R\$1000,00 e, realizam pagamento de cupom semestralmente. A principal diferença entre empréstimos e títulos é o fato de que estes últimos são passíveis de serem comprados e vendidos no mercado. Uma das conseqüências disto é que geralmente eles não se encontram concentrados nas mãos de apenas um investidor, ao contrário de empréstimos, que geralmente possuem apenas uma contra-parte.

Títulos privados podem possuir ainda algumas ou todas estas três características: capacidade de conversão, capacidade de chamada e warrants. Estas características possibilitam ao emitente e ao comprador certas oportunidades de substituição, resgate e (ou) complementação dos títulos com algum tipo de participação no patrimônio líquido (Gitman, 1997).

Existem ainda outras formas de financiamento com capital de terceiros, que não serão aqui aprofundadas pelo fato de representarem uma pequena parcela do capital total empregado em empresas de uma forma gera. Citaremos, no entanto, a título de curiosidade, outras fontes de financiamento através de capital de terceiros disponíveis para as empresas:

Leasing: É um contrato que permite que a empresa utilize um ativo fixo por um determinado período do tempo mediante a uma série de pagamentos periódicos dedutíveis do imposto de renda. Terminado o contrato de Leasing, a empresa tem a opção de adquirir o ativo arrendado pelo seu valor de mercado;

Fontes de financiamento espontâneas: São fontes de financiamento de curto prazo com capital de terceiros que resultam das operações normais da empresa. Geralmente se referem a compromissos de pagamento ainda não realizados como duplicatas a pagar ou despesas incorridas ainda não pagas. A maior vantagem decorrente do uso destas fontes de financiamento advém do seu baixo custo já que na maioria das vezes estão livres do pagamento de “juros”.

Capital Próprio

Podemos caracterizar como capital próprio todo os recursos investidos na empresa que são provenientes dos seus proprietários. Em outras, palavras o capital próprio pode ser considerado como sendo a dívida que a empresa possui com seus próprios proprietários. Ao contrário da dívida com terceiros que possui data certa para ser resgatada, o capital investido pelos acionistas na empresa deve permanecer na mesma por um período de tempo indeterminado. De Gitman (1997), temos que as duas principais fontes básicas de capital próprio são as ações preferenciais e as ações ordinárias, sendo que estas últimas incluem os lucros passados retidos pela empresa.

Ações Ordinárias

Ações ordinárias são em última instancia certificados de propriedade da empresa. Aos detentores das ações ordinárias serão distribuídos os ativos que restarem da empresa depois de satisfeitas as reivindicações de pagamento de empregados, governo, fornecedores e credores. Esta posição dos acionistas comuns lhes confere segundo Gitman (502) o título de proprietários residuais da empresa. Assim, os acionistas comuns esperam receber uma remuneração condizente ao risco ao qual estão expostos o que torna o custo desta fonte de financiamento o mais alto entre todas as disponíveis.

Uma ação ordinária dá ao seu possuidor direto de voto em assembleias de acionistas, permitindo-lhe opinar sobre o destino da empresa, o que parece muito apropriado sendo o acionista comum o maior prejudicado em caso de falência da empresa. Acionistas comuns não possuem garantia de recebimento de dividendos, podendo apenas prever dividendos futuros a partir da maneira como eles foram pagos historicamente. Por outro lado, uma vez satisfeitas todas as solicitações sobre o resultado da empresa, o remanescente pertence aos acionistas e pode ser distribuído aos mesmos na forma de dividendos ou ser acumulado no balanço da empresa.

Ações Preferenciais

Ações preferências são ações que possuem um rendimento periódico fixo pré-determinado. Além disso, os possuidores deste tipo de ações possuem algumas vantagens com relação aos detentores de ações ordinárias. Acionistas preferências possuem prioridade na distribuição dos lucros da empresa. Assim só são pagos dividendos aos acionistas comuns depois que forem pagos os dividendos dos preferenciais. O mesmo acontece com relação a dividendos atrasados, pois só são pagos novos dividendos aos acionistas comuns depois de serem satisfeitas as reivindicações de dividendos passados dos acionistas preferenciais. Em caso de liquidação da empresa a situação se repete, pois acionistas preferenciais possuem prioridade na distribuição dos

ativos da empresa. Como contraponto para estas vantagens, o acionista preferencial não possui direito a voto nas assembleias dos acionistas da empresa bem como na maioria dos casos não possui participação no resultado da empresa. Vemos assim que para uma empresa, emitir ações preferenciais é semelhante a tomar um empréstimo, com a diferença que as obrigações devidas aos acionistas preferências não possuem data certa para terminarem.

As ações preferenciais possuem geralmente ainda duas outras características, que são as opções de chamada e conversão. A primeira permite que o emissor resgate as ações emitidas por um determinado preço após um determinado prazo o que significa que o emitente possui maneiras de encerrar o compromisso caso deseje. A segunda permite que o possuidor de ações preferências possa convertê-las em ordinárias de acordo com uma determinada taxa de conversão.

Considerações sobre o custo de cada tipo de fonte de financiamento

De uma forma geral podemos dizer que o custo do capital de terceiros é relativamente mais baixo que o custo do capital próprio devido basicamente a duas razões:

1 – Em caso de não pagamento ou liquidação da empresa, credores possuem direito prioritário sobre lucros ou ativos desta o que reduz substancialmente o risco daqueles. Legalmente, credores estão em posição de vantagem com relação aos acionistas para exigir pagamentos;

2 – Despesas com juros são dedutíveis do imposto de renda reduzindo consideravelmente o custo de empréstimos;

Da primeira razão citada acima, deriva o fato de que acionistas exigirão um maior retorno pelo investimento que realizam do que àquele exigido pelos outros

credores da empresa. Para o investidor, isto é perfeitamente natural, uma vez que riscos maiores devem ser recompensados por rendimentos maiores. Para a empresa, porém isto implica em custos de financiamento mais elevados. No capítulo seguinte apresentaremos o método conhecido por C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model) para procurar quantificar estes riscos e assim estimar o custo do capital próprio para uma empresa. Não obstante, temos ainda que despesas com capital de terceiros são dedutíveis do imposto de renda, reduzindo assim o impacto destas no lucro da empresa.

Pelo que dissemos acima, poderíamos dizer que o ideal para uma empresa seria depender o mínimo possível de fontes de capital próprias e utilizar ao máximo o capital de terceiros para financiar suas operações. Isto não é verdadeiro principalmente porque quanto maior é o capital próprio, maior é a capacidade de uma empresa de se financiar com terceiros e menores serão os custos deste financiamento. Isto acontece porque conforme uma empresa aumenta seu índice de alavancagem (capital de terceiros sobre capital total), ela piora os índices relacionados a sua capacidade de pagamento de juros ou empréstimos. Como consequência, temos uma elevação do risco de inadimplência da empresa, o que eleva o custo de obtenção de fundos com terceiros, uma vez que maiores riscos exigem maiores retornos. Portanto, se quiser dispor de fontes externas de financiamento, a empresa precisa manter uma parcela de capital próprio no negócio como sinal de sua capacidade de pagamento. O financiamento através de capital próprio ainda possui as vantagens de não possuir prazo de validade e permitir o não pagamento de remuneração, no caso das ações ordinárias para as quais não há garantia de dividendos. O interessante, assim, para uma empresa é procurar buscar uma mistura de capital próprio e de terceiros que minimize seu custo de capital global. Existem inúmeros trabalhos sobre maneiras de se estruturar o capital de empresas de modo a minimizar seu custo. Não abordaremos, porém este assunto aqui, pois estaríamos fugindo do tema principal deste trabalho que é o indicador financeiro EVA.

No quadro abaixo estão resumidas as características principais das fontes de financiamento próprias e de terceiros:

	Capital Próprio	Capital de Terceiros
Voz na Administração	Não	Sim
Direitos sobre lucros e ativos	Prioritário ao capital próprio	Subordinado ao capital de terceiros
Prazo	Declarado	Indeterminado
Tratamento Tributário	Juros são dedutíveis do I.R.	Não dedutível

Figura 19: Fontes de Financiamento

Elaborado pelo autor com base em Gitman (1997).