

Valor Econômico Agregado (EVA[®]): um estudo na literatura vigente

Fausto Cheida Curadi¹

Ronaldo Leão de Miranda²

Suelen Cristina Bottega Witthoef³

Gilberto Friedenreich dos Santos⁴

RESUMO

As empresas precisam transmitir aos seus acionistas, afim de garantir a perenização dos negócios, informações seguras e fidedignas sobre a performance empresarial. Este estudo tem por objetivo apresentar a ferramenta do Valor Econômico Agregado (EVA[®]) na gestão financeira empresarial, método aplicado para medir a real lucratividade da empresa, proporcionando uma visão clara do investimento na tomada de decisões estratégicas. Os procedimentos metodológicos, para tanto, centrou-se em uma análise descritiva, bibliográfica e estudo de caso. Os dados foram tratados de forma qualitativa e quantitativa. Quanto aos resultados, evidenciou-se que através do cálculo de EVA[®] é possível medir o desempenho econômico de uma empresa, garantindo que resultados financeiros que foram gerados, são suficientes para cobrir todos os custos de capital próprio e de terceiros, criando, desta forma, riqueza para o acionista. Assim, conclui-se que o EVA[®] é um importante indicador de performance para medir a eficácia da gestão financeira e do controle de resultado, facilitando para os acionistas e investidores tomarem decisões estratégicas acerca da rentabilidade de seus investimentos.

Palavras-chave: Valor Econômico Agregado (EVA[®]). Custo de Oportunidade. Criação de Valor. Indicador de Performance.

Economic Value Aggregate (EVA[®]): A Study in the Current Literature

ABSTRACT

Companies need to convey to their shareholders, in order to ensure business sustainability, reliable and reliable information about business performance. The objective of this study is to present the Economic Value Added (EVA[®]) tool in corporate financial management, a method applied to measure the company's real profitability, providing a clear vision of the investment in strategic decision making. The methodological procedures, for that matter, focused on a descriptive, bibliographic and case study analysis. The data were treated qualitatively and quantitatively. Regarding the results, it was evidenced that through the calculation of EVA[®] it is possible to measure the economic performance of a company, ensuring that the financial results that were generated, are sufficient to cover all costs of equity and third parties, thus creating , Wealth for the shareholder. Thus, it is concluded that EVA[®] is an important performance indicator to measure the effectiveness of financial management and control of results, making it easier for shareholders and investors to make strategic decisions about the profitability of their investments.

Keywords: Economic Value Aded. Oportunity costs. Value creation. Performance Indicator

¹ Graduado em Economia pela Universidade Federal de Santa Catarina. Mestrando pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional da Universidade de Blumenau (FURB).

² Graduado em Administração de Empresas pela Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões. Mestrando pelo Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional da Universidade de Blumenau (FURB). Email: ronaldo_leaomiranda@hotmail.com

³ Graduada e Especialista em Gestão Financeira pelo Centro Universitário Leonardo da Vinci (UNIASSELVI)

⁴ Graduado e mestre em Geografia pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Doutor em geografia pela Universidade de São Paulo (USP). Docente Permanente do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional da Universidade de Blumenau (FURB).

1. INTRODUÇÃO

O processo da globalização imprimiu mudanças e transformações nos modelos de gestão empresarial ao redor do mundo. Para conseguirem uma inserção rápida no mercado as empresas precisam direcionar seu enfoque para a criação de valor e a geração de riqueza para seus acionistas. A Contabilidade, como instrumento de informações, recebe críticas que a acusam de não responder questões importantes acerca do patrimônio e do resultado das operações das organizações (SILVA, REIS & LEÃO, 1999).

Neste cenário desafiador, existem empresas utilizando mecanismos de avaliação econômica bastante equivocados. Por exemplo, há corporações que consideram seu lucro líquido contábil como a rubrica mais adequada para representar a rentabilidade dos seus investimentos. O resultado positivo, no máximo, demonstra um suposto vigor financeiro da operação, mas não significa que todos os *stakeholders* estão sendo devidamente remunerados. Desta forma, há a necessidade de utilizar uma ferramenta de gestão financeira para medir a real lucratividade da empresa, proporcionando uma visão clara do investimento para a tomada de decisões estratégicas. De fato, ASSAF NETO (1999) aduz que a gestão de empresas está saindo de uma postura convencional de busca do lucro e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas.

ANGONESE *et al* (p.8, 2011) destaca que existem duas abordagens: uma que trata da geração de valor e a outra que trata da geração de riqueza. Partindo-se do pressuposto que o objetivo da empresa é a geração de riqueza (Gitman, 2006) entende-se que o reconhecimento da riqueza é realizado pelo mercado, pois é o mercado o agente precificador das ações da empresa. Para Almeida *et al* (2016) a metodologia do EVA® atende a necessidade de informação dos acionistas e administradores, traduzindo se há ou não geração de riqueza no investimento. Quase antagônicos ao EVA®, os indicadores tradicionais mostram apenas o desempenho financeiro obtido pela empresa e não os detalhes requeridos para que essa decisão seja, ao mesmo tempo, eficiente, eficaz e em tempo hábil, tão requerido para o desempenho ideal.

Neste sentido, este trabalho tem como objetivo apresentar a ferramenta do Valor Econômico Agregado (EVA®) na gestão financeira empresarial, facilitando para os acionistas e investidores visualizarem de forma adequada a rentabilidade do capital empregado na empresa. Dessa forma, ele busca ampliar os limites da contabilidade tradicional. Em última análise propõe-se a seguinte situação-problema: como uma empresa, mesmo obtendo lucro

líquido demonstrado em suas peças contábeis como positivo, possui um EVA® negativo, nulo e quais as razões disto ocorrer? Para tanto, o EVA® é um indicador que analisa a situação operacional de uma empresa, dando suporte para a tomada de decisões por parte dos executivos, acionistas e investidores, sobretudo no que diz respeito à geração de riquezas, implementação de projetos de investimentos e na estrutura de capital.

Metodologicamente, trata-se de um estudo descritivo, bibliográfico e de caso, abordando de forma precisa, didática e conceitual o tema. Quanto a estrutura do artigo, serão apresentados primeiramente os conceitos de custo de oportunidade e criação de valor ao acionista. Posteriormente, apresentaremos as bases e formatações da ferramenta do Valor Econômico Agregado (EVA®) para uma visualização adequada da rentabilidade do capital empregado na empresa. Por fim, será exposto o efetivo cálculo do EVA®, seguido de um exemplo prático de sua aplicação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Custo de oportunidade e criação de valor

Custo de oportunidade pode ser caracterizado como o retorno da melhor alternativa de investimento abandonada, em troca da aceitação de outra oportunidade de investimento, de risco semelhante.

Nascimento (1998) descreve que a essência do custo de oportunidade estará presente em uma empresa, toda vez que existirem problemas de escolha entre várias alternativas de ação. Quando analisa várias alternativas de decisão, o decisor, intuitiva ou propositalmente, sempre se perguntará se o benefício a ser obtido, em relação ao sacrifício de recursos correspondentes, será o melhor possível nas circunstâncias em que a decisão está sendo tomada.

Um custo de oportunidade retrata quanto uma pessoa (empresa) sacrificou de remuneração por ter tomado a decisão de aplicar seus recursos em determinado investimento alternativo, de risco semelhante. Por exemplo, uma empresa, ao avaliar um projeto de investimento, deve considerar como custo de oportunidade a taxa de retorno que deixa de receber por não ter aplicado os recursos em outra alternativa possível de investimento. (ASSAF NETO, 2005, p. 171).

Desta forma, o capital próprio deve ser contabilizado economicamente como um custo, pois os acionistas poderiam ter investido em outro negócio, onde obtivessem um

retorno maior ou igual. Os acionistas abrem mão da oportunidade de investir em alternativas quando investem seus recursos no capital social da empresa. Assim, o retorno que obteriam em outros investimentos de riscos equivalentes representam o custo de oportunidade.

No que se refere à aplicabilidade do custo de oportunidade, Nascimento (1998) afirma que os gestores são diretamente responsáveis pela administração dos recursos disponíveis. Seu talento em escolher a alternativa certa, entre as várias existentes, para a aplicação do mesmo recurso, é um fator determinante para o êxito ou fracasso do negócio. O conceito de custos de oportunidade, portanto, é uma variável importante para a mensuração dos resultados econômicos empresariais e, também, para a avaliação do talento dos gestores envolvidos no processo de obtenção desses resultados. Assaf Neto (2005), afirma que a estruturação de um sistema financeiro voltado a uma gestão eficaz é a essência das modernas corporações ao atuarem em um ambiente competitivo de mercado, pois as empresas precisam avaliar e transmitir aos seus acionistas, informações relevantes sobre a criação ou destruição de riqueza. Para isso, se faz necessário identificar e executar os ajustes fundamentais para chegar neste sistema de estratégias financeiras e políticas empresariais, direcionadas às premissas de uma gestão baseada no valor.

Neste contexto de gestão baseada no valor, pode-se encontrar algumas dificuldades práticas de consolidação. Uma barreira inicial é a própria cultura da empresa que impede maiores modificações em seu controle e processo decisório. Mudanças são sempre questionadas, principalmente se envolvem novos paradigmas de gestão. Assaf Neto (2005) informa que experiências recentes com empresas que adotaram o valor como objetivo empresarial revelam grandes dificuldades em adequar a cultura tradicional à meta de valor, demandando um prazo mais longo para adequar toda a estrutura da empresa à nova proposta.

Ao orientar a empresa para a geração de valor para o acionista, a administração da companhia passa a ter uma postura diferente, pois todas as suas decisões devem estar fundamentadas no fato de agregar ou não valor para o acionista, ou seja, a administração passa a tomar decisões orientadas para aumentar a mais-valia da empresa. (SCHMIDT; SANTOS; MARTINS, 2006, p. 43).

Uma gestão baseada no valor é consequência de um posicionamento mais competitivo da empresa, pois as decisões financeiras são avaliadas pelo valor econômico que agregam à empresa, e não pelo resultado contábil tradicional que não considera o custo de oportunidade do capital próprio (ASSAF NETO, 2005). Assaf Neto (2005) conclui que uma empresa é considerada como criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas) uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de

ganhos. Neste contexto, criação de valor é quando a empresa apresentar uma valorização decorrente de sua capacidade de remuneração do custo de oportunidade de seus proprietários.

O acionista tem, em tese, duas opções para seu dinheiro. Uma é colocá-lo na empresa. A outra, investir no mercado financeiro (fundos, ações, poupança, etc.). Se ele escolher a primeira alternativa, seu dinheiro deve render, no mínimo, o mesmo que as aplicações financeiras além de um prêmio pelo risco corrido. Para que isso aconteça, a empresa deve se tornar cada vez mais valiosa (BLATT, 2000). Portanto, quando o retorno do investimento atual superar o retorno do investimento da opção rejeitada, obtêm-se a geração da riqueza dos sócios e a confirmação de que foi escolhida a melhor opção para aplicação de recursos. Porém, caso o resultado financeiro for insuficiente para remunerar o custo do capital investido, a empresa irá promover uma destruição da riqueza dos sócios.

2.2 Valor para o acionista

Segundo Assaf Neto (2005), o investimento do acionista revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio.

Se uma empresa for capaz de remunerar seus proprietários exatamente no limite de suas expectativas mínimas de retorno, seu valor de mercado restringe-se ao montante necessário que se despenderia para edificá-la, ou seja, ao valor de reposição de seus ativos (fixos e de giro). Nesse caso, a empresa não agrega valor algum, e sua cotação de mercado é igual ao valor de reposição de seus ativos. (ASSAF NETO, 2005, p. 173).

A melhor medida de desempenho de uma empresa é a capacidade de geração de valor para seus acionistas através da maximização de suas riquezas. Existem empresas que consideram que a rentabilidade de seus investimentos está diretamente relacionada ao resultado positivo do lucro líquido contábil, mas esta não é a verdadeira rentabilidade do negócio.

A existência de lucro não garante a remuneração do capital aplicado e, conseqüentemente, a atratividade econômica de um empreendimento. A sustentação de uma empresa no futuro somente se dará se ela for capaz de criar valor para seus proprietários através da concepção inteligente de um negócio. [...] (ASSAF NETO, 2005, p. 174).

De acordo com Blatt (2000), investidores e acionistas de todo o mundo habituaram-se a analisar o desempenho de uma empresa olhando a última linha da demonstração do resultado do exercício, o lucro ou o prejuízo, um método bastante arcaico. Na concepção

moderna de análise de balanços e de empresas, essa pode ser a maneira errada. Nada contra o azul no balanço, mas, mesmo com ele, é possível que a empresa esteja perdendo dinheiro. Ou melhor, que os acionistas, apesar dos dividendos no final do ano, não tenham sido remunerados como deveriam, e os índices convencionais ignoram esse item.

Por isso, tem crescido o número de empresas que medem o seu resultado por um novo indicador, o EVA[®], *Economic Value Added* (Valor Econômico Agregado, ou ainda, Valor Econômico Adicionado). Entre seus adeptos, estão algumas das maiores e mais modernas empresas do mundo, e cada vez mais, este rol se amplia. O EVA[®] é a versão moderna do lucro. Portanto, o resultado positivo não significa que a empresa é totalmente rentável, por isso, há a necessidade de utilizar o Valor Econômico Agregado (EVA[®]) como uma ferramenta de gestão financeira para medir a real lucratividade da empresa, proporcionando uma visão clara do investimento para a tomada de decisões estratégicas.

2.3 Valor econômico agregado (EVA[®])

O conceito de Valor Econômico Agregado (EVA[®]), da sigla em inglês *Economic Value Added*, surgiu por volta do ano de 1820, segundo Assaf Neto (2005), por David Ricardo. Este conceito foi desenvolvido pela empresa de consultoria Stern Stewart & Company, que começou a utilizar a metodologia de criação de valor ao acionista com o objetivo de fornecer informações que até então não eram facilmente mensuráveis. Partindo deste pressuposto, o valor econômico agregado (EVA[®]) surgiu como uma ferramenta da gestão financeira que mede o retorno que os capitais próprios e de terceiros proporcionam aos seus proprietários. Ele mede a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital. Este indicador econômico é utilizado para medir o lucro esperado em um negócio, como também para auxiliar na tomada de decisão de possíveis investimentos.

Blatt (2000), afirma que o EVA[®] não é uma varinha mágica na análise de empresas, mas um instrumento adicional para esmiuçar empreendimentos e avaliar suas perspectivas em um mercado cada vez mais arriscado. É um cálculo relativamente simples que está sendo cada vez mais usado pelas empresas para detectar se estão ou não criando valor para seus acionistas. Por meio do EVA[®], as empresas podem avaliar internamente as atividades que estão sendo ou não rentáveis e se reestruturar para perseguir melhores resultados. Já há empresas utilizando largamente o cálculo em seu gerenciamento, pois o EVA[®] ajuda a saber onde estão as maiores possibilidades de ganhos. Com isso, o EVA[®] possibilita a executivos,

acionistas e investidores uma visão clara sobre a rentabilidade do capital empregado na empresa. Ou seja, avaliar se os resultados financeiros obtidos estão gerando ou destruindo riqueza dos sócios.

O EVA[®], como medida de desempenho, tem sido parte da caixa de ferramentas de economistas há mais de 200 anos. Em sua forma mais fundamental, EVA[®] (Valor econômico agregado ou adicionado) é a simples noção de lucro residual. Ou seja, para que investidores realizem uma taxa de retorno adequada, o retorno deve ser grande o suficiente para compensar o risco. Assim, o lucro residual é zero se o retorno operacional de uma empresa for apenas igual ao retorno exigido em troca do risco. É claro que o retorno exigido é um custo de capital tanto para a dívida, quanto para capital próprio. (EHRBAR, 1999, p.7).

Atualmente o EVA[®] têm se tornado uma ferramenta de medição de desempenho econômico excelente e de extrema importância para uma empresa, pois conseguimos apurar o verdadeiro custo dos capitais empregados, mensurar qual será o lucro obtido pela organização e avaliar qual a melhor forma de investimento utilizando os recursos disponíveis. Sousa Neto e Martins (2010) afirmam que por ser uma análise mais completa, o EVA[®] tem emergido agressivamente, ao longo das décadas, como a mais importante ferramenta de performance para medir a eficácia da gestão financeira e do controle de resultado, bem como tem se destacado como um poderoso instrumento na determinação de orçamentos de capital em análises de investimentos. Num espaço curto de tempo, as mensurações de lucro residual têm sido utilizadas por grandes corporações mundiais que buscam maximizar retornos a seus acionistas e vêm despertando, também, o interesse de empresas legitimamente brasileiras dos mais variados setores.

O EVA[®] se baseia na noção de lucro econômico (também conhecido como lucro residual), que considera que a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais e também o custo do capital. Ele mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo deste capital. É, portanto, similar à mensuração contábil convencional do lucro, mas com uma importante diferença: o EVA[®] considera o custo de todo o capital, enquanto o lucro líquido divulgado nas demonstrações financeiras da empresa, apenas o custo do tipo mais visível de capital – os juros – ignorando o custo do capital próprio. (YOUNG; O'BYRNE, 2003).

Portanto, para que o investidor tenha um retorno viável, o lucro residual precisa ser maior que o valor do investimento, pois do contrário o lucro será igual a zero e não irá compensar o risco do negócio. Lembrando que o lucro residual corresponde à sobra, após ser descontado a taxa de retorno exigida sobre o capital investido. Ou seja, as empresas precisam gerar mais riquezas do que o custo do capital investido para se tornar atrativo.

A ideia por detrás do EVA[®] é que os acionistas devem ganhar um retorno que compense os riscos incorridos. Se os ganhos auferidos não forem suficientes para compensar o risco incorrido, então não existe lucro real e a companhia opera com perdas do ponto de vista dos

acionistas. No mundo dos investimentos não existem aplicações em que o risco de perdas seja zero, porém os investimentos em títulos públicos federais tendem a ser os menos arriscados na economia, carregando uma possibilidade mínima de perda. (SCHMIDT; SANTOS; MARTINS, 2006, p. 47).

De acordo com Schmidt, Santos e Martins (2006), é importante ressaltar que, através da utilização dessa técnica os administradores despertaram para a necessidade de se considerar não só o custo dos capitais de terceiros, mas também o relativo ao capital próprio, o custo de oportunidade, que é a taxa de rendimento, no mesmo nível de risco, que uma outra opção do mercado financeiro renderia ao acionista. Além disso, Ehrbar (1999) afirma que o EVA[®] é uma medida dos lucros verdadeiros. Aritmeticamente, é o lucro operacional após pagamento de impostos, menos o encargo sobre o capital, apropriado tanto em função do endividamento quanto do capital acionário. O que resta é o valor em moeda pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital utilizado para gerar esse lucro. Esse número é o que os economistas denominam lucros residuais, isto é, o resíduo que remanesce depois que todos os custos tenham sido cobertos.

O EVA[®], portanto, não se constitui numa novidade propriamente dita, mas parece estar recuperando conceitos elementares, intuitivos e fundamentais que talvez tenham caído no esquecimento da prática gerencial coletiva. De acordo com Martins (2001), o resgate da essência, da base, do sentido, geralmente produz uma forte atração, especialmente num período em que a virtualidade possui uma presença significativa no cotidiano social. Essa indicação talvez se aproxime da justificativa para a grande penetração no mercado que o EVA[®] tem alcançado.

2.4 Cálculo do EVA[®]

Através do cálculo de EVA[®] medimos o desempenho econômico de uma empresa para garantir se os resultados financeiros que foram gerados são suficientes para cobrir todos os custos de capitais próprios e de terceiros e, por fim, ainda gerar sobras.

Como os demais indicadores que medem o desempenho econômico das empresas, também há uma fórmula para quantificar o EVA[®]. Isto é importante porque traduz em percentuais o retorno que o montante de capitais investidos está proporcionando. Esse percentual, ao ser comparado com o custo estimado para o capital próprio, permite concluir se o EVA[®] gerado é positivo ou negativo. (SCHMIDT; SANTOS; MARTINS, 2006).

Sousa Neto e Martins (2010), afirmam que o EVA[®] corresponde a uma medida quantitativa que reflete o montante de valor criado ou destruído, em um determinado período, pela administração da companhia, onde é dado pela fórmula:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT} - \text{C\%} \times \text{TC}$$

Sendo que:

EVA[®] = Valor Econômico Agregado;

NOPAT = Lucro Operacional Líquido Após Impostos;

C% = Percentual do Custo do Capital investido, equivalente ao WACC;

TC = Total Capital ou Capital Total Investido.

Para Schmidt, Santos e Martins (2006) o EVA[®] objetiva mostrar se os resultados financeiros gerados pela empresa, através de suas atividades operacionais, são suficientes para cobrir todos os custos dos capitais empregados (próprio e de terceiros), e ainda, excedê-los. Ou, ao contrário, se os resultados obtidos não cobrem nem os custos dos capitais empregados. A utilização do cálculo do EVA[®] nos processos de análise de investimento tem aumentado consideravelmente nos últimos anos devido à facilidade de sua aplicação, pois necessita apenas de três informações básicas para determinar seu valor: Lucro Operacional Líquido após o Imposto de Renda; Valor do capital da empresa, separado em capital próprio e de terceiros; Custo do capital próprio e de terceiros.

O EVA[®] é de fácil compreensão, pois simplesmente toma-se o lucro operacional e se desconta o encargo pelo custo do capital. A principal razão de o EVA[®] ser fácil de comunicar é que se inicia com o conceito de lucro operacional e simplesmente acrescenta mais uma despesa, que é o encargo pelo custo do capital. A versão de lucro operacional utilizada no EVA[®] é o lucro operacional líquido após os impostos, ou NOPAT (EHRBAR, 1999).

Malvessi (2000, p. 43), ao comentar sobre a maneira de se calcular o EVA[®] e de onde são retirados os números utilizados, assim conceitua e explica:

O EVA[®] é conceitualmente definido como NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes* – Lucro Operacional Após o Imposto de Renda), deduzido do respectivo WACC (*Weighted Average Cost of Capital* – Custo Médio Ponderado de Capital). O WACC deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido. Os componentes utilizados para obtenção do EVA[®] são o NOPAT e os Encargos do Capital (MALVESSI, 2000, p.43).

Young e O'Byrne (2003, p. 50), também conceituam que o EVA[®] é igual ao NOPAT menos o custo do capital próprio. Lembramos que NOPAT é o lucro operacional da empresa, líquido do imposto de renda, que expressa quanto as operações correntes da empresa geraram de lucro. O custo do capital é igual ao capital investido da empresa (também chamado de capital ou capital empregado) vezes o custo médio ponderado do capital. Este último é o WACC, que é igual à soma dos custos de cada componente de capital – dívidas de curto e longo prazo e patrimônio do acionista – ponderado por sua proporção relativa, a valor de mercado, na estrutura de capital da empresa.

Portanto, para calcular o EVA[®] basta pegar o ativo operacional líquido (AOL), menos os custos dos capitais que foram utilizados para financiar as aplicações, que pode ser capital próprio (CP) ou capital de terceiros (CT). Nesse ponto, cabe registrar o conceito de capital próprio como sendo o patrimônio líquido das empresas, representado pelos recursos aplicados por seus acionistas adicionados dos lucros retidos, enquanto que o capital de terceiros é evidenciado pelos empréstimos e financiamentos obtidos junto a instituições financeiras e pela captação mediante emissão de títulos e outras fontes similares.

O capital investido é a soma de todos os financiamentos da empresa, apartados dos passivos não-onerosos de curto prazo, como contas a pagar a fornecedores e provisões para salários e imposto de renda. Ou seja, o capital investido é igual à soma do patrimônio líquido que pertence ao investidor com os empréstimos e financiamentos, de curto e longo prazos, pertencentes a credores. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p. 51).

Martins (2001), complementa o conceito de custo de capital como a remuneração que a empresa oferece para os fornecedores dos recursos de que necessita. De posse desses recursos, efetua investimentos. Estes devem proporcionar retornos superiores aos oferecidos aos credores, provocando uma geração de valor. Já para Young e O'Byrne (2003), a definição do custo do capital de qualquer investimento, seja em um projeto, em uma nova divisão ou em uma empresa como um todo, é a taxa de retorno que o provedor de capital esperaria receber se o seu dinheiro fosse investido em um outro projeto, ativo ou empresa de risco semelhante. Em outras palavras, o custo do capital é um custo de oportunidade.

As fontes de recursos próprios e de terceiros têm custos que precisam ser mensurados para fins de cálculo do EVA[®]. Segundo Schmidt, Santos e Martins (2006) a forma mais simples de se conhecer esse custo é verificando a taxa estipulada para cada uma das fontes utilizadas e, na sequência, calcular a média ponderada das mesmas. Essa média ponderada é denominada custo médio ponderado de capital – WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), também conhecida como CMPC (Custo médio ponderado de capital).

Portanto, o custo médio ponderado do capital (CMPC) é obtido pelo custo de cada fonte de capital, sendo próprio ou de terceiros, conforme sua participação na estrutura de financiamento da empresa. Neste sentido, através do cálculo do EVA[®] é possível saber qual é a melhor forma de investimento e captação de recursos, pois o EVA[®] nos apresenta uma visão clara sobre a rentabilidade do capital empregado na empresa. Segundo Blatt (2000), se a empresa agregou valor, o EVA[®] será positivo, caso contrário, será negativo, e o acionista terá feito um mau negócio.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia apoia-se no que preconiza VERGARA (2010), que classifica a pesquisa quanto aos fins e quanto aos meios. Sendo assim, pode-se dizer que esta pesquisa é quanto aos fins: descritiva e quanto aos meios: bibliográfica e estudo de caso.

Descritiva, pois visou descrever os conceitos de custo de oportunidade e criação de valor ao acionista, além das bases e formatações da ferramenta do Valor Econômico Agregado (EVA[®]) para uma visualização adequada da rentabilidade do capital empregado na empresa, para que assim se possa compreender o exemplo prático. Dessa forma Vergara (2010, p. 42), salienta que a “pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno, isto é, pode estabelecer correlação entre variáveis e definição de sua natureza”.

Quanto aos meios considera-se um estudo bibliográfico, pois para embasar a pesquisa utilizou-se de artigos publicados em periódicos, livros, dentre outros materiais disponíveis na internet. Vergara (2010, p. 43) descreve tal meio como “um estudo sistematizado, desenvolvido com base em material publicado, em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, material acessível ao público em geral”. Configura-se também como estudo de caso, pois analisou através de uma empresa de nome fictício, a utilização da ferramenta EVA[®] a partir de suas contas, levando por fim uma análise comparativa dos indicadores tradicionais. Yin (2001, p. 27) essa “é a estratégia escolhida ao se examinarem acontecimentos contemporâneos, mas quando não se podem manipular comportamentos relevantes”.

A coleta dos dados se deu por meio de pesquisa no *site* da empresa tida como estudo de caso, para que assim se pudesse ter o conhecimento dos valores a serem aplicados na

ferramenta EVA[®]. O tratamento dos dados se deu de forma quantitativa e qualitativa, sendo os mesmos aplicados e analisados a partir da ferramenta Valor Econômico Agregado (EVA[®]).

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES DO ESTUDO DE CASO

4.1 O caso prático de cálculo do EVA[®]

Segundo dados da empresa, os valores aplicados ao EVA[®], correspondem ao período de 31 de dezembro de 2016, contando com o Balanço patrimonial e a Demonstração do resultado do exercício conforme apresenta o quadro abaixo:

Quadro 1 – Balanço patrimonial da empresa estudo de caso.

ABX S.A (Nome Fictício)			
BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/dez/2016			
ATIVO		PASSIVO	
Circulante	71.500	Circulante	43.280
Caixa	1.500	Fornecedores	18.000
Clientes	45.000	Encargos Sociais a Pagar	2.500
Estoques	25.000	Salários a Pagar	1.024
		Imposto de Renda a Pagar	5.956
Imobilizado	75.000	Empréstimos Conjunturais	3.800
Valor Original	85.000	Empréstimos Estruturais	12.000
Depreciação Acumulada	(10.000)	Exigível a Longo Prazo	15.000
		Empréstimos Estruturais	15.000
		Patrimônio Líquido	88.220
		Capital Social	68.220
		Reservas de Lucros	20.000
TOTAL	146.500		146.500

Fonte: Site da Empresa

Quadro 2 – Demonstração do resultado do exercício da empresa

ABX S.A (Nome Fictício)	
DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO 2016	
Receita Bruta	70.000
Impostos	(5.200)

Receita Líquida	64.800
Custo Mercadorias Vendidas	(20.000)
Lucro Bruto	44.800
Despesas Operacionais	(9.500)
Lucro da Atividade	35.300
Receitas Financeiras	20
Despesas Financeiras	(285)
Lucro Operacional antes do Imposto de Renda e Contribuição Social	35.035
Imposto de renda e contribuição social	(12.262)
Lucro Operacional após o Imposto de Renda	22.773
Juros	(2.025)
Economia de tributos sobre os Juros	709
Juros Líquidos	(1.316)
Lucro Líquido do Exercício	21.457

Fonte: *Site* da Empresa

A partir dos dados apresentados, deve-se reclassificar o balanço patrimonial para encontrar o ativo operacional líquido, conceituado como a diferença entre o ativo operacional e o passivo operacional. O ativo operacional (AO) representa todos os investimentos necessários para que uma empresa consiga gerar receita operacional, tais como caixa mínimo, duplicatas a receber, estoques, imobilizações etc. Dessa forma, o ativo operacional é o apresentado no quadro 3.

Quadro 3 – Cálculo do ativo operacional

$\text{Ativo Operacional (AO)} = \$ 71.500 \text{ (AC)} + \$ 75.000 \text{ (Imobilizado)}$ $\text{Ativo Operacional (AO)} = \$ 146.500$

Fonte: *Site* da Empresa

Já o passivo operacional (PO) representa todos os financiamentos oferecidos pela própria operação, tais como fornecedores, impostos a pagar, salários e encargos a pagar, adiantamentos de clientes, incluindo-se os financiamentos conjunturais para cobrir os déficits momentâneos de caixa. Dessa forma, o ativo operacional é o apresentado no quadro 4.

Quadro 4 – Cálculo do passivo operacional

Passivo Operacional (PO) = \$ 18.000 (Fornecedores) + \$ 2.500 (Encargos sociais a pagar) + \$ (Salários a pagar) + \$ 5.956 (IR a pagar) + \$ 3.800 (Empréstimos conjunturais)

Passivo Operacional (PO) = \$ 31.280

Fonte: *Site da Empresa*

Consequentemente, o Ativo Operacional Líquido (AOL) será o apresentado no quadro 5:

Quadro 5 – Cálculo do ativo operacional

Ativo Operacional Líquido (AOL) = \$ 146.500 (AO) + \$ 31.280 (PO)

Ativo Operacional Líquido (AOL) = \$ 115.220

Fonte: *Site da Empresa*

Após a reclassificação, a estrutura patrimonial da empresa é apresentada no quadro 6:

Quadro 6 – Balanço patrimonial após a reclassificação

ATIVO			PASSIVO		
Ativo Operacional Líquido	115.220	100,00%	Capital de Terceiros	27.000	23,43%
			Capital Próprio	88.220	76,57%
TOTAL	115.220	100,00%	TOTAL	115.220	100,00%

Fonte: *Site da Empresa*

A partir dos custos do capital de terceiros (CCT) e do custo do capital próprio (CPP) pode-se calcular o custo médio ponderado de capital (WACC), conforme o apresentado no quadro 7.

Quadro 7 – Cálculo do WACC

Custo de Capital Próprio (CCP)	12%
Custo de Capital de Terceiros (CCT)	7,50%
Alíquota dos tributos (AT)	35%
<p>WACC = Capital próprio x taxa CCP + Capital de terceiros x taxa CCT (1-AT)</p> <p>WACC = 0,7657 x 12% + [0,2343 x 7,5% (1 - 0,35)]</p> <p>WACC = 10,33%</p>	

Fonte: *Site da Empresa*

Uma vez calculado o custo médio ponderado do capital, deve-se calcular o valor do EVA[®] de acordo com o quadro apresentado abaixo:

Quadro 8 – Cálculo do EVA[®]

$EVA^{\circledast} = NOPAT - (WACC \times \text{Ativos Líquidos})$
$EVA^{\circledast} = \$ 22.773 - (10,33\% \times \$ 115.220)$
$EVA^{\circledast} = \$ 10.871$

Fonte: Site da Empresa

De outra forma, o EVA[®] pode ser definido como a diferença entre a Rentabilidade do Ativo Operacional Líquido (RAOL) e o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) aplicado sobre o Ativo Operacional Líquido (AOL), isto é, pode ser obtido de acordo com a fórmula apresentado no quadro 8.

Quadro 9 – Fórmula alternativa de cálculo do EVA[®]

$RAOL = (\text{Lucro Operacional Após o IR} / \text{Ativo Operacional Líquido}) \times 100$
$EVA^{\circledast} = (RAOL - WACC) \times AOL$

Fonte: Site da Empresa

Assim, o cálculo do EVA[®] será o apresentando no quadro 10.

Quadro 10 – Cálculo de checagem do EVA[®]

CHECAGEM DO EVA [®]	
A – RAOL	19,76%
B – WACC	10,33%
C – DIFERENÇA (A – B)	9,43%
D – Ativo Operacional Líquido	115.220
EVA[®] (C X D)	10.871

Fonte: Dados do Cálculo EVA[®]

Portanto, através do cálculo do EVA[®], constata-se que a empresa agrega valor aos seus acionistas, pois o valor do lucro operacional líquido após os impostos supera o montante do capital investido. Diante desta perspectiva, as operações da empresa maximizam o valor da

riqueza para os acionistas. Sem mais delongas, parte-se para as considerações finais deste estudo, destacando de antemão que este estudo não procurou esgotar todas as possibilidades de análise, deixando assim, espaço para futuras pesquisa sobre Valor Econômico Agregado (EVA).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na medida em que o ambiente econômico e financeiro se torna mais complexo, as empresas têm a necessidade de mudar sua postura convencional de busca do lucro para uma gestão baseada na criação de valor e a geração de riqueza para seus acionistas. O lucro, calculado pela forma contábil tradicional, é uma medida limitada da capacidade de competitividade de uma empresa, pois o resultado positivo não garante a remuneração do capital aplicado pelos acionistas. Logo, o Valor Econômico Agregado (EVA[®]) é a melhor medida de desempenho de uma empresa por considerar a remuneração exigida pelos proprietários de capital, pois permite mensurar a capacidade de criação de valor para seus acionistas.

O EVA[®] possibilita a executivos, acionistas e investidores uma visão clara sobre a rentabilidade do capital empregado na empresa. Através deste indicador de desempenho é possível apurar o verdadeiro custo dos capitais empregados, mensurar qual será o lucro obtido pela organização e avaliar qual a melhor forma de investimento utilizando os recursos disponíveis. Com base nos resultados obtidos através da utilização do EVA[®] como medida de avaliação, as empresas têm a oportunidade de desenvolver estratégias financeiras fundamentais para obter vantagens competitivas no mercado dos negócios. O cálculo do EVA[®] necessita apenas de três informações básicas para determinar seu valor: Lucro Operacional Líquido após o Imposto de Renda; Valor do capital da empresa, separado em capital próprio e de terceiros; Custo do capital próprio e de terceiros. O cálculo se resume no ativo operacional líquido (AOL), menos os custos dos capitais que foram utilizados para financiar as aplicações, que pode ser capital próprio (CP) ou capital de terceiros (CT).

O resultado é obtido em percentuais que expressam o retorno que os capitais estão proporcionando aos investidores. Quando o EVA[®] for positivo, significa que a empresa gerou valor suficiente para cobrir todos os custos de capital, remunerar os acionistas e maximizar suas riquezas, em contrapartida, quando o EVA[®] for negativo, significa que a empresa não gerou valor suficiente para cobrir os custos de capital e está destruindo a riqueza dos

acionistas. No caso analisado percebeu-se a diferença de quase nove pontos percentuais entre a métrica contábil tradicional – o Lucro Líquido – e a ferramenta do EVA[®]. Essa nova informação, quando apresentada aos *stakeholders* da empresa, demonstra o estágio de profissionalização da administração atual e transmite segurança advindo do refinamento matemático-financeiro.

Assim, por meio deste trabalho, percebeu-se que o EVA[®] é um importante indicador de performance para medir a eficácia da gestão financeira e do controle de resultado, facilitando para os acionistas e investidores tomarem decisões estratégicas acerca da rentabilidade de seus investimentos.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, L S. F., ESTEVES, Y. O., SALLES, M. T., SOARES, C. A. P., NETO, J. V., Análise comparativa entre o EVA[®] e os indicadores financeiros (contábeis) tradicionais de empresas da construção civil brasileira: um estudo documental. **Gestão de Produção**. vol.23 no.4 São Carlos out./dez. 2016.

ASSAF NETO, Alexandre. **A contabilidade e a gestão baseada no valor**. VI Congresso Brasileiro de Custos. (1999 : São Paulo). Anais. São Paulo : USP, 1999.

Finanças Corporativas e Valor. 2^a ed. São Paulo: Atlas, 2005.

ANGONESE, R.; SANTOS, P. S. A.; LAVARDA, C. E. F. Valor econômico agregado e estrutura de capital em empresas do IBRX 100. **Contexto**, Porto Alegre, v. 11, n. 20, p. 7-17, 2^o semestre 2011.

BLATT, Adriano. **Criação de valor para o acionista – EVA e MVA**. Rio de Janeiro: Suma Econômica, 2000.

EHRBAR, Al. **EVA[®]: Valor Econômico Agregado**: A verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**: essencial. 2. ed. Porto Alegre: Bookmann, 2006.

HARRISON, W., HORNGREN, C., THOMAS, W., & SUWARDY, T.. **Financial accounting** — International financial reporting standards (8 ed.). Singapore: Pearson Education, 2011.

MALVESSI, Oscar Luiz. Criação ou destruição de valor ao acionista. **Revista Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 54, n. 1, p. 42-44, jan. 2000.

MARTINS, Eliseu (organizador). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

NASCIMENTO, Auster Moreira. **Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1998.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; MARTINS, Marco Antonio. **Avaliação de Empresas: Foco na análise de desempenho para o usuário interno**. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, Alexandre dos S. et alii. **Custo de oportunidade**. Revista Brasileira de Custos, v.1, no. 1, 1999.

SOUSA NETO, José Antônio de, MARTINS, Henrique Cordeiro. **Finanças e governança corporativa: práticas e estudos de caso**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. **EVA e Gestão Baseada em Valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos** (2ª ed.). Porto Alegre: Bookman, 2001.