

# Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor: Um Estudo com Empresas Industriais

Elizabeth Krauter

ekrauter@usp.br

Universidade de São Paulo (USP), FEA – São Paulo, SP, Brasil

## RESUMO

*O objetivo deste estudo é verificar se as medidas utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho financeiro estão alinhadas com o objetivo de criar valor para os acionistas. Foi uma pesquisa descritiva e quantitativa. Os dados foram coletados através de questionário e tabulados com o auxílio do SPSS. Foram utilizados a distribuição de frequência e o teste qui-quadrado. As 79 empresas da amostra eram de médio e de grande porte, do setor indústria, de diversas áreas de atuação, localizadas no Estado de São Paulo. Os resultados mostram que o ROI (retorno sobre investimento) e o ROE (retorno sobre patrimônio líquido) são as medidas mais utilizadas. De acordo com a gestão baseada em valor, essas medidas não são as mais apropriadas para medir a criação de valor para os acionistas, pois não consideram um custo de oportunidade para o capital próprio.*

Palavras-Chave: Criação de valor para os acionistas. Medidas de desempenho financeiro. Medidas contábeis. Medidas de valor adicionado.

## 1. INTRODUÇÃO

O ambiente altamente dinâmico e competitivo está levando as empresas a buscarem melhores formas de avaliação. De medidas financeiras de curto prazo como: vendas, lucratividade, lucro por ação e retorno sobre investimento, as empresas estão buscando medidas que criam valor para o acionista no longo prazo (FLANNERY *et al.*, 1997).

A gestão baseada em valor (*Value Based Management*) constitui um sistema de gestão destinado a criar valor para os acionistas. Caracteriza-se pela inclusão de todos os custos incorridos, inclusive um custo de oportunidade para o capital próprio.

O objetivo deste estudo é verificar se as medidas utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho financeiro estão alinhadas com a criação de valor para o acionista.

Os dados foram coletados através de questionário. A amostra era composta de 79 empresas industriais, de médio e de grande porte, de várias áreas de atuação, localizadas no Estado de São Paulo.

O trabalho está dividido em quatro seções: a primeira apresenta uma revisão da teoria, a segunda expõe a metodologia utilizada, a terceira apresenta a análise dos resultados e a quarta seção conclui com as considerações finais.

## 2. REVISÃO TEÓRICA

### 2.1. CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS

Vários modelos têm sido desenvolvidos para medir o desempenho de uma empresa. A partir dos anos 80, com a desregulamentação dos mercados, os avanços tecnológicos e a globalização, as empresas passaram a medir desempenho em termos de criação de valor para os acionistas.

Para a gestão baseada em valor (*Value Based Management*), uma empresa cria valor para seus acionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses retornos (WAHBA, 2002).

Muitos autores defendem a utilização de uma medida única para as operações, o orçamento de capital, o planejamento, a avaliação de desempenho e a remuneração variável, pois isto alinharia os interesses de executivos e acionistas, incentivando os primeiros a agir como proprietários, levando-os a criar valor (EHRBAR, 1999; ALCÂNTARA, 1997; BCG/FGV, 1998).

As medidas de desempenho podem influenciar as empresas de duas maneiras: 1. a utilização de medidas corretas pode levar ao aumento do valor para o acionista; 2. o uso de medidas inadequadas pode levar a decisões e a comportamentos que destroem valor (BCG/FGV, 1998).

Segundo Peterson e Peterson (1996), alguns fatores devem ser considerados quando a empresa escolhe uma medida de desempenho financeiro. A medida escolhida não deve ser influenciada pelos métodos contábeis e deve levar em consideração: os resultados futuros e os riscos.

## 2.2. MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO FINANCEIRO

### 2.2.1. MEDIDAS TRADICIONAIS DE DESEMPENHO

As medidas tradicionais de desempenho são baseadas em dados contábeis. Apresentam como vantagens o fato de as informações estarem disponíveis em relatórios financeiros, de serem facilmente calculadas e interpretadas (PETERSON; PETERSON, 1996).

As medidas tradicionais de avaliação de desempenho mais citadas na literatura são:

- ROI – Retorno sobre investimento: é o quociente entre o lucro e o investimento.
- ROA – Retorno sobre o ativo: é o quociente entre o lucro operacional e o ativo total. Mostra como os administradores estão utilizando os ativos.
- ROE – Retorno sobre patrimônio líquido: é o quociente entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Mede a rentabilidade sobre os recursos investidos pelos proprietários.
- RONA – Retorno sobre ativos líquidos: é a relação entre o lucro operacional líquido após imposto de renda (NOPAT) e o total de ativos.
- LPA – Lucro por ação: é a relação entre o lucro líquido e o número de ações da empresa.
- P/L – Índice preço/lucro: é a razão entre o preço de mercado da ação e o lucro por ação.

As medidas tradicionais de desempenho consideram suficiente o lucro cobrir o custo de capital de terceiros (KASSAI *et al.*, 2005).

Martin e Petty (2004) apontam os seguintes problemas na utilização de medidas tradicionais para avaliar o desempenho das empresas: os lucros contábeis e o fluxo de caixa não são iguais; os números contábeis não refletem o risco das operações, não consideram o custo de oportunidade do capital próprio, nem o valor do dinheiro no tempo. Além disso, as práticas contábeis variam de uma empresa para outra, influenciando os lucros relatados. Como consequência, os lucros são um indicador insuficiente de criação de valor.

Muitas empresas descobriram que medidas de desempenho diferentes das medidas tradicionais refletem melhor o desempenho e ajudam a vincular o planejamento e a tomada de decisões, mais estreitamente, com o objetivo de criar valor para os acionistas (BCG/FGV, 1999).

A busca por melhores métodos de avaliação de desempenho está levando a adoção de medidas de valor adicionado (FLANNERY *et al.*, 1997).

## 2.2.2. MEDIDAS DE VALOR ADICIONADO

Dentre as medidas de valor adicionado, as duas mais citadas na literatura são:

- EVA<sup>®</sup> – Valor Econômico Adicionado (*Economic Value Added*): é o lucro operacional menos o custo de todo o capital utilizado para que esses lucros fossem produzidos (STEWART, 1999).
- MVA<sup>®</sup> – Valor de Mercado Adicionado (*Market Value Added*): é a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e o capital investido.

Para as medidas de valor adicionado, a administração de uma empresa está criando valor quando os retornos obtidos superam todos os custos, inclusive o custo de capital próprio (PETERSON; PETERSON, 1996).

## 3. METODOLOGIA

A pesquisa é descritiva e o método quantitativo foi o escolhido. Adotou-se a amostragem não probabilística e optou-se pela amostragem por acessibilidade, onde a seleção é feita pela facilidade de acesso aos respondentes.

A partir de um banco de dados da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), foram selecionadas 800 empresas industriais de médio e de grande porte e de diversas áreas de atuação.

Para determinar o porte das empresas foi utilizado o conceito do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) com base no número de empregados. Segundo esse conceito, uma empresa industrial é classificada como de médio porte se possui de 100 a 499 empregados, e de grande porte, se possui mais de 500 empregados.

O instrumento de coleta de dados foi um questionário enviado pelo correio ao responsável pela gestão das empresas. Junto com o questionário foi enviado um envelope selado e etiquetado para a devolução do questionário preenchido.

A coleta de dados foi realizada no segundo semestre de 2003 e utilizou-se o programa estatístico SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences* – versão 10.0 for Windows, para tabulação dos dados. Foram utilizados a distribuição de frequência e o teste qui-quadrado.

#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

O objetivo deste estudo é verificar se as medidas utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho financeiro estão alinhadas com o objetivo de criar valor para os acionistas.

Das 79 empresas da amostra, 43 (54,4%) são de médio porte e 36 (45,6%) são de grande porte. 33 (41,8%) empresas estão localizadas na cidade de São Paulo, 29 (36,7%) na Grande São Paulo e 17 (21,5%) no interior do Estado de São Paulo.

9 (11,4%) das empresas são do setor químico/petroquímico, 9 (11,4%) do setor farmacêutico, 8 (10,1%) do setor veículos/autopartes, e as demais, de outras áreas de atuação. Quanto ao respondente, 66 (83,5%) ocupam cargos de liderança e o tempo médio na empresa é de 14 anos.

O questionário apresentava uma listagem com as 8 medidas de desempenho mais citadas na literatura: 6 medidas tradicionais e 2 medidas de valor adicionado, e solicitava ao respondente que indicasse as medidas mais utilizadas pela empresa para avaliar o desempenho financeiro. As medidas listadas eram: ROI (retorno sobre investimento), ROA (retorno sobre o ativo), ROE (retorno sobre patrimônio líquido), RONA (retorno sobre ativos líquidos), Lucro por ação, Índice preço/lucro, EVA<sup>®</sup> (valor econômico adicionado) e MVA<sup>®</sup> (valor de mercado adicionado). O questionário apresentava, também, a opção: nenhuma das medidas listadas. A tabela 1 apresenta os resultados da pesquisa.

Tabela 1. Medidas de desempenho utilizadas pelas empresas

Medidas	N	%
ROI – retorno sobre investimento	47	59,5
ROE – retorno sobre patrimônio líquido	27	34,2
ROA – retorno sobre o ativo	23	29,1
EVA <sup>®</sup> – valor econômico adicionado	20	25,3
Índice preço/lucro	18	22,8
Lucro por ação	17	21,5
RONA – retorno sobre ativos líquidos	12	15,2
MVA <sup>®</sup> – valor de mercado adicionado	11	13,9
Nenhuma das medidas listadas	18	22,8

Nota: O respondente podia escolher mais de uma medida.

Fonte: elaborado pela autora.

Os dados apontam que as medidas tradicionais são as mais utilizadas pelas empresas. O ROI aparece em primeiro lugar, tendo sido mencionado por 59,5% dos respondentes, seguido do ROE, com 34,2% das respostas.

O ROA é utilizado por 29,1% dos respondentes. O índice preço/lucro é utilizado por 22,8% e o lucro por ação, por 21,5%. Já o RONA é utilizado por 15,2% das empresas participantes da pesquisa.

As medidas de valor adicionado ainda são pouco utilizadas pelas empresas. O EVA<sup>®</sup> aparece em quarto lugar, com 25,3%, e o MVA<sup>®</sup> aparece em oitavo lugar com 13,9%.

22,8% das empresas participantes da pesquisa não utilizam as medidas listadas para avaliar desempenho.

As duas medidas mais utilizadas, ROI e ROE são medidas de cálculo e entendimento relativamente fácil. No entanto, apresentam limitações, que devem ser consideradas pelas empresas ao escolher medidas para avaliar o desempenho financeiro.

Rappaport (2001) destaca as seguintes limitações das medidas ROI e ROE:

- São afetadas pelos critérios contábeis;
- Não consideram o risco;
- Não consideram o custo do capital próprio;
- São passíveis de manipulação;
- São medidas de um único período;
- Necessidades de investimentos em capital de giro e em ativos permanentes são ignoradas;
- O ROE é sensível a alavancagem.

Os proponentes da gestão baseada em valor argumentam que as medidas contábeis não são boas indicadoras de criação de valor e afirmam que a utilização dessas medidas, para avaliar o desempenho financeiro de uma empresa, pode levar a tomada de decisões inconsistentes com os interesses dos acionistas (MARTIN; PETTY, 2004).

O teste estatístico qui-quadrado foi utilizado para comprovar se existem diferenças estatisticamente significantes entre as frequências observadas e as frequências esperadas. A hipótese nula sustenta que não existem diferenças significativas. Os resultados apontam que existem evidências estatisticamente significantes que a hipótese nula pode ser rejeitada, ao nível de 1%, para as medidas ROI e ROE.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O crescimento, nos últimos anos, da preocupação com a criação de valor para os acionistas e a existência de um número considerável de medidas para avaliar o desempenho financeiro das empresas, motivaram a realização deste estudo. O objetivo foi verificar se as medidas utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho financeiro estavam alinhadas com a criação de valor para os acionistas.

A análise de uma amostra de 79 empresas industriais, de médio e de grande porte, de várias áreas de atuação, localizadas no Estado de São Paulo, mostrou que as medidas tradicionais são as mais utilizadas para avaliar o desempenho, sendo o ROI (retorno sobre investimento) e o ROE (retorno sobre patrimônio líquido) as medidas mais utilizadas.

Segundo a literatura, O ROI e o ROE não são as medidas mais apropriadas para medir a criação de valor para os acionistas. Devido as deficiências e as imprecisões que apresentam, essas medidas não avaliam adequadamente o desempenho das empresas.

Para os proponentes da gestão baseada em valor, as medidas de valor adicionado são as mais apropriadas para medir a criação de valor, pois consideram um custo de oportunidade para o capital próprio e não apresentam as deficiências e imprecisões das medidas tradicionais.

Os resultados sugerem a realização de uma pesquisa qualitativa junto aos gestores para investigar as razões da pouca utilização das medidas de valor adicionado, apesar da crescente preocupação com a criação de valor para os acionistas.

## **6. REFERÊNCIAS**

ALCÂNTARA, J. C. G. A experiência de empresas brasileiras com a implantação do sistema de Shareholder Value Based Management: um estudo clínico. 1997. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

BCG/FGV. O desafio da geração de riqueza para o acionista. São Paulo: BCG, 1998.

\_\_\_\_\_. Métricas de valor para o acionista. São Paulo: BCG, 1999.

EHRBAR, Al. EVA – valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FLANNERY, T. P.; HOFRICHTER, D.; PLATTEN, P. E. Pessoas, desempenho e salários: as mudanças na forma de remuneração nas empresas. São Paulo: Futura, 1997.

KASSAI, J. R.; CASANOVA, S.; SANTOS, A. dos; ASSAF NETO, A. Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTIN, J. D.; PETTY, J. W. Gestão baseada em valor: a resposta das empresas à revolução dos acionistas. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

PETERSON, P. P.; PETERSON, D. R. Performance de empresas e medidas de valor adicionado. Virgínia: Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados, 1996.

RAPPAPORT, A. Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

STEWART, G. B., III. The quest for value: a guide for senior managers. New York; Harper, 1999.

WAHBA, C. Geração de riqueza através de inteligência gerencial. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.