

**MENSURAÇÃO DO EVA EM EMPRESA CONSTITUÍDA  
POR QUOTAS DE RESPONSABILIDADE LIMITADA:  
ESTUDO DE CASO EM PRESTADORA DE SERVIÇOS NA ÁREA DA SAÚDE**

*Rodney Wernke  
Beatriz Henrique Moreira Maia  
Marluce Lembeck  
Universidade do Sul de Santa Catarina (UNISUL)*

**RESUMO:**

O EVA é um indicador que pode medir o desempenho do gestor quanto à sua capacidade de geração de riquezas para a empresa, bem como para identificar os fatores que contribuem para melhorar esse resultado. No entanto, são escassos na literatura brasileira os exemplos de aplicações desta ferramenta especificamente em empresas de capital fechado que sejam prestadoras de serviço da área da saúde, como é o caso da entidade abrangida nesse artigo. Com o objetivo de verificar a aplicabilidade dessa metodologia nesse tipo de organização, inicialmente foi efetuada uma revisão da literatura sobre os aspectos mais relevantes do EVA. Em seguida, foi relatado o estudo de caso, onde são descritos os passos seguidos para avaliar o desempenho da empresa estudada no primeiro trimestre de 2013 e mencionadas as informações relevantes obtidas. Ainda, foram aventadas algumas limitações inerentes à metodologia utilizada e concluiu-se que o EVA era plenamente aplicável ao contexto da empresa estudada, com as adaptações necessárias ao contexto da mesma. Considerou-se, também, que esta medida pode ser útil aos gestores desse tipo de entidade a fim de informar-lhes sobre a capacidade de geração de riqueza do empreendimento.

**PALAVRAS-CHAVE:** EVA; Estudo de Caso; Clínica médica.

**ABSTRACT**

EVA is an indicator capable of measuring the manager's performance when it comes to its ability to generate wealth for the company, as well as to identify the factors that can improve that result. However, the examples of applications of that tool directed to privately held companies that deal with healthcare services, such as the one that has been analyzed, are completely scarce on theoretical material. Aiming at verifying that methodology applicability at that kind of company, firstly it was performed a theoretical revision about the most important aspects of EVA. Then, it was reported the case study, which describes the followed steps used to evaluate the mentioned company in the first semester of 2013 and the relevant information obtained during the research. It was also presented some limitation related to the applied methodology and it was concluded that EVA could be completely applicable depending on some adaptations according to the company context. It was also considered that EVA may be useful to managers of that kind of entity in order to inform them about the ability to generate wealth for the company.

**KEY WORDS:** EVA; Case study; Medical clinic.

## 1. INTRODUÇÃO

A avaliação do desempenho empresarial é uma prática verificada no cotidiano das empresas que possuem ações negociadas em bolsas de valores, tanto para finalidades internas quanto para obtenção de informações para o público externo interessado (investidores, governos, fornecedores etc.). No âmbito financeiro, uma das medidas de maior destaque na atualidade tem sido o EVA (*Economic Value Added*) ou VEA (Valor Econômico Agregado), que almeja mensurar a capacidade de geração/destruição de riqueza<sup>1</sup> de uma companhia. Referida métrica costuma ser exemplificada na literatura especializada no contexto de empresas “S/As” (sociedades anônimas) de capital aberto ou fechado, talvez pela facilidade de obtenção dos dados necessários nas demonstrações publicadas.

Porém, estudos acerca da aplicação dessa forma de avaliar a *performance* em empresas do tipo “Ltda.” (sociedades por quotas de responsabilidade limitada) não são comuns na literatura. A escassez de textos com esse enfoque pode ser oriunda da dificuldade de acesso aos demonstrativos, das restrições dos gestores dessas companhias acerca da divulgação a terceiros de informações consideradas “sigilosas”, do desconhecimento das informações gerenciais propiciadas pelo EVA, entre outras possibilidades. Esse contexto pode implicar dúvidas sobre a aplicabilidade dessa metodologia nesse tipo de empresa, bem como a necessidade de adaptações nesse sentido.

Neste ponto surge, então, a questão que esta pesquisa pretende responder: como evidenciar ao gestor de uma empresa do tipo “Ltda.” os benefícios informativos da utilização do EVA? Para tanto, estabeleceu-se o objetivo de verificar a aplicabilidade dessa metodologia numa empresa prestadora de serviços na área de saúde, cujos proprietários facultaram aos pesquisadores o acesso aos relatórios contábeis. Tendo em vista esse objetivo, inicialmente foi efetuada uma revisão da bibliografia abordando os principais conceitos imprescindíveis ao entendimento do assunto. Posteriormente, após comentar sobre a organização estudada, são descritas as etapas seguidas para avaliar o desempenho com base no EVA e as informações gerenciais obtidas. Por último, comenta-se a respeito de algumas limitações relacionadas à metodologia empregada e são apresentadas as conclusões oriundas.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA SOBRE O EVA

Um dos principais objetivos de qualquer gestor de empresa é fazer com que o capital empregado proporcione um retorno que remunere os financiadores externos, bem como supra adequadamente as expectativas de rendimentos dos proprietários ou acionistas do empreendimento. E uma das formas de avaliar se tal objetivo foi alcançado é através do EVA (*Economic Value Added*), também conhecido como Valor Econômico Agregado (VEA).

Para Drucker (2004, p. 43) a necessidade de dados sobre a produtividade dos recursos de capital empregados explica a popularidade crescente da análise do valor econômico agregado por intermédio do EVA. Para esse autor, o EVA baseia-se numa premissa conhecida há muito tempo: o que geralmente é denominado de lucro (o dinheiro que resultou das operações para remunerar o capital próprio), em geral não é, de modo algum, lucro. Ou seja, “até que gere lucro superior ao custo de capital, a empresa está operando no prejuízo. Não importa que pague impostos como se o lucro de fato fosse genuíno. Ainda assim, a empresa está devolvendo à economia menos do que devorou em recursos. Até então, não cria riqueza; destrói riqueza”. Ressalta que, com base nesse indicador, poucas empresas americanas têm sido lucrativas desde a Segunda Guerra Mundial.

No que tange à conceituação do EVA, Stewart (2005, p.117) pugna que:

---

<sup>1</sup> O termo “riqueza” foi empregado neste texto com a mesma concepção utilizadas nas obras de Drucker (2004), Young e O’Byrne (2003), Stewart (2005) e Assaf Neto e Lima (2009). Em pese o fato de que isso possa ser contestado, optou-se por manter o significado mais difundido na literatura técnica brasileira.

(...) a real medida de desempenho que apropriadamente leva em consideração todas as maneiras pelas quais o valor corporativo pode ser agregado ou perdido é o valor econômico agregado (EVA). O EVA é uma medida de receita residual que subtrai o custo do capital dos lucros operacionais gerados em um empreendimento. A área operacional pode fazer inúmeras coisas individuais para criar valor, mas todas elas devem em algum momento cair em uma das três categorias medidas pelo EVA. Este aumentará se os lucros operacionais puderem ser incrementados sem que seja inserido qualquer outro capital, se um novo capital for investido em todos e quaisquer projetos que produzirem mais do que o custo total do capital e se o capital for desviado ou retirado de atividades negociais que não cubram seus próprios custos de capital.

Castro Junior e Yoshinaga (2011, p.243) destacam que o EVA se fundamenta na idéia do lucro econômico, que afirma que o lucro somente existe após a remuneração do capital empregado pelo seu custo de oportunidade. Ou seja, é o resultado operacional depois do pagamento dos impostos incidentes sobre o lucro da empresa, menos o encargo pelo uso do capital fornecido por terceiros e acionistas. Com isso mede, o quanto foi gerado em excesso ao retorno mínimo requerido pelos fornecedores de capital da empresa.

Padoveze e Benedicto (2004, p. 223) citam que:

(...) o conceito de EVA – valor econômico adicionado – é um conceito de custo de oportunidade, ou lucro residual, que foi retomado mais recentemente. O conceito de custo de oportunidade é um conceito tradicional da teoria econômica, mas que nem sempre tem sido adotado, tanto no tempo, como em todas as empresas. Partindo do pressuposto de que o objetivo da empresa é proporcionar, em suas decisões financeiras, um retorno que remunere as expectativas de rendimento de seus proprietários de capital, a comparação do ROI com o custo médio ponderado de capital (CMPC) permite identificar se a empresa está agregando valor ou destruindo valor econômico. Esse conceito indica, em linhas gerais, que há realmente valor adicionado à empresa, caso o lucro líquido após o imposto de renda seja superior a um determinado custo de oportunidade de capital. Em linhas gerais, esse custo de oportunidade de capital é considerado como o lucro mínimo que a empresa deveria ter para remunerar adequadamente o investimento do acionista. (...) Essa rentabilidade mínima do acionista equivale a um custo de oportunidade, ou seja, se o acionista aplicasse seu dinheiro em outro negócio ou outra empresa, teria, no mínimo aquele rendimento. Portanto, valor adicionado só pode ser considerado quando o lucro obtido pelo acionista é maior que um rendimento mínimo de mercado.

Regis, Santos e Santos (2010, p. 3) citam que o EVA é uma medida que visa mensurar a criação de valor e riqueza em um negócio, ou seja, é um indicador do verdadeiro lucro econômico. Então, difere dos demais indicadores de desempenho por deduzir do resultado o valor do custo de oportunidade do investimento, deixando visível o valor acrescentado após a remuneração dos capitais.

Assaf Neto e Lima (2009, p.317) destacam que o valor econômico agregado é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros. Indica se a empresa está sendo capaz de cobrir todos os seus custos e despesas, inclusive o custo de capital próprio, e, com isso, de gerar riqueza aos seus acionistas. É uma medida de lucro econômico, englobando o conceito de lucro contábil e o custo do capital investido.

Para Kassai *et al* (2000, p.193) o valor econômico agregado (EVA) representa o valor de riqueza “que a empresa agrega após remunerar todos os recursos investidos, quer sejam financiados pelo custo de capital de terceiros ( $K_i$ ) ou pelo custo de capital próprio ( $K_e$ )”. Tais autores (*op. cit.*, p.197) entendem que o EVA é utilizado também “como ferramenta de gestão baseada em valor”, cuja análise do que agrega ou não valor passa a dar suporte ao processo decisório. Quanto ao foco, não “se restringe apenas à empresa como um todo, mas direcionado a todas as partes”.

Faria e Costa (2005, p. 415) mencionam que este indicador pode ser definido como a diferença entre os resultados operacionais pós-tributação e o custo do capital empregado para gerar tais resultados. Ou seja, “o EVA é um resultado operacional líquido depois dos impostos, menos os

encargos do capital equivalente à quantia de lucro necessária para cobrir as despesas de juros monetários e prover um retorno adequado aos investidores”. O valor do EVA aumentará se esses resultados operacionais aumentarem sem comprometer capital adicional.

Por sua vez, Lunkes (2004, p.175) ressalta que o EVA “é um sistema de gestão que alinha os interesses de acionistas, proprietários e colaboradores, objetivando a criação de valor” para a empresa e atende a crescente preocupação com a eficiência da gestão por parte dos investidores. Assim, o principal objetivo do EVA reside em maximizar o valor criado pela empresa, ocasionado por uma mudança da cultura corporativa, fazendo com que os administradores e colaboradores pensem, ajam e sejam recompensados como se fossem os donos do empreendimento.

## 2.1. Cálculo do EVA

Santos (2011, p. 166) comenta que o valor econômico agregado é apurado pela diferença entre o “Retorno sobre o Capital Operacional Investido (RCOI) e o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) multiplicado pelo volume de Capital Operacional Investido (COI)”. O COI representa o volume investido na atividade operacional da empresa para suprir necessidades de capital de giro e imobilizações. O CMPC é a taxa utilizada para descontar o valor do dinheiro no tempo, convertendo os fluxos de caixa futuros em valor presente para todos os investidores. Representa o retorno mínimo desejado pela empresa e equivale ao custo de oportunidade de cada fonte de capital (acionistas e terceiros).

Para Padoveze (2013, p.495) a criação de valor para o acionista existe quando o lucro empresarial é igual ou superior ao seu custo de capital ou custo de oportunidade. A mensuração mais comum do processo de criação de valor para o acionista é aquela feita anualmente, no momento do encerramento do balanço contábil e é medida em termos de taxa de juros anuais. De modo geral, em âmbito internacional, as taxas de juros consideradas como parâmetros normais de rentabilidade e custo de capital situam-se entre 12% e 15% ao ano. Portanto, a criação de valor para o acionista acontece quando a empresa obtém a rentabilidade desejada, ou mais. Quando a empresa, em determinado ano, não consegue atingir a rentabilidade desejada, compreende-se que há destruição de valor.

Quanto ao cálculo deste indicador, Young e O’Byrne (2003, p.50) entendem que “o EVA é igual ao NOPAT menos o custo do capital próprio”. No caso do NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), este deve ser considerado como o lucro operacional da empresa, já deduzido o imposto de renda, que representa o quanto que as operações correntes da empresa geraram de lucro. Acerca do fator custo do capital, enfatizam que “é igual ao capital investido da empresa (também chamado de *capital* ou *capital empregado*) vezes o custo médio ponderado do capital”. O custo médio ponderado do capital é conhecido como WACC (sigla da expressão *Weighted Average Cost of Capital*), sendo igual à soma dos custos de cada componente de capital – dívidas de curto e longo prazos e patrimônio do acionista – ponderado por sua participação percentual, a valor de mercado, na estrutura de capital da empresa. Tais autores (*op. cit.*, p.51) apregoam que o capital investido é a soma de todos os financiamentos da empresa, separados dos passivos não-onerosos de curto prazo (como fornecedores, salários e provisões diversas). 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.”

Para exemplificar como o capital é definido no cálculo do EVA, Young e O’Byrne (2003, p.52) apresentam ilustração assemelhada à figura 1 (exposta na próxima página), onde demonstram como é o Balanço Patrimonial normal e como deveria ser o Balanço Patrimonial configurado para determinação do EVA do período. Na referida figura, à direita tem-se o balanço patrimonial formatado para cálculo do EVA, onde os passivos não-onerosos de curto prazo são subtraídos dos ativos operacionais de curto prazo. No lado esquerdo desse balanço situam-se os “ativos líquidos”, enquanto que no lado direito encontra-se o “capital investido”. Young e O’Byrne (2003, p. 53) relatam que:

(...) o capital investido é deduzido dos passivos não-onerosos de curto prazo menos os *demais* ativos correntes (isto é, todos os ativos correntes, exceto a conta caixa). Embora quase todos os passivos sejam, em algum grau, onerosos (se não fosse assim os credores da empresa, assumindo mercado competitivo, quebrariam), separar o componente de juros de certas contas, como *fornecedores*, raramente justifica o esforço. Além disso, todo o custo de mercadorias e serviços comprados de fornecedores, inclusive a parcela de juros, está refletido ou no custo das mercadorias e serviços vendidos, ou nas despesas gerais, administrativas e de vendas. Consequentemente, a empresa é debitada, embora indiretamente, por tais custos financeiros. Enquanto o retorno gerado pelo uso dos ativos “líquidos” (isto é, a soma do caixa, das necessidades de capital de giro e dos ativos fixos) exceder o custo do capital investido, o EVA é positivo. O retorno sobre os ativos líquidos (RONA – *Return On Net Assets*) é calculado como segue:  $RONA = NOPAT / \text{Ativos Líquidos}$ . Quando o RONA for maior que o WACC, o EVA será positivo. Do contrário, será negativo. Isso ocorre porque:  $EVA = (RONA - WACC) \times \text{Capital Investido}$ .

Figura 1. Balanço Normal versus Balanço do EVA (adaptado de Young e O’Byrne, 2003)

Balanço normal		Balanço do EVA	
Caixa	Empréstimos de curto prazo	Caixa	Empréstimos de curto prazo
Cientes (+)	Passivos não-onerosos de curto prazo	Necessidade de Capital de Giro	Empréstimos de longo prazo
Estoques (+)			
Despesas Pagas Antecipadamente	Empréstimos de longo prazo	Ativos Fixos	Outros passivos De longo prazo
Ativos Fixos	Outros passivos de longo prazo		Patrimônio Líquido
	Patrimônio Líquido		
		<b>ATIVOS LÍQUIDOS</b>	<b>CAPITAL INVESTIDO</b>

Por sua vez, Ehrbar (1999, p. 63) defende que para determinar o EVA deve ser utilizada a fórmula:  $EVA = NOPAT - (\text{Capital investido} + \text{Custo de Capital})$ . Nesta equação considera-se que:

- NOPAT (ou Lucro operacional líquido após o imposto de renda) = (+) Receita financeira (+) Resultado da equivalência patrimonial (+) Outras receitas de investimentos (-) Provisão para Imposto de Renda (-) Benefício fiscal sobre despesas financeiras;
- Capital investido = (+) Empréstimos de longo prazo (+) Outros passivos de longo prazo (+) Patrimônio Líquido;
- Custo do capital =  $K_e * (E / E+D) + (K_d * (1-T)) * (D / E+D)$ , onde:

$K_e$  = Custo do capital do acionista ou próprio ( $R_f + \text{Beta} * (\text{Prêmio pelo Risco})$ )

$K_d$  = Custo da dívida com credores ou terceiros ( $\text{Despesas financeiras} / \text{Estoque da dívida}$ )

T = Alíquota do Imposto de Renda

$(E / E+D)$  = Proporção em valor de mercado do Patrimônio Líquido em relação ao mix de financiamento.

$(D / E+D)$  = Proporção em valor de mercado da dívida em relação ao mix de financiamento.

## 2.2. Ajustes a efetuar nos relatórios contábeis

A seção anterior apresentou as principais modalidades de fórmulas empregadas para determinar o EVA do período. Contudo, é pertinente salientar que alguns autores pugnam que sejam realizados ajustes nas peças contábeis a serem utilizadas no cálculo deste indicador.

Neste sentido, Santos (2011, p. 169) argumenta que a utilização pura e simples dos demonstrativos contábeis tradicionais para fundamentar o cálculo do EVA, não provê a administração de uma ferramenta adequada para medir sua performance, à medida que a contabilidade tradicional se orienta de maneira acentuada pelo Princípio do Conservadorismo. Dessa forma, é necessário ajustar os demonstrativos contábeis para que reflitam mais adequadamente tanto o resultado econômico como o capital efetivamente alocado nas operações da companhia. A respeito disso, Ehrbar (1998, p. 162) aponta distorções no modelo contábil, no que é corroborado por Biddle, Bowen e Wallace (1997, p. 334) que enfatizam ter a Stern Stewart tentado melhorar o lucro Residual ajustando o COI e o Lucro Operacional Ajustado (LOA), visando corrigir aquilo que eles veem como limitações contábeis.

Araújo e Assaf Neto (2003, p. 29), comparando os ajustes contábeis relatados por Copeland *et al* (2000) e Ehrbar (1999), mencionam que devem ser realizadas adequações envolvendo: (i) critérios de correção monetária nas demonstrações contábeis; (ii) reavaliação de ativos; (iii) equivalência patrimonial; (iv) arrendamento mercantil; (v) apropriação de gastos com pesquisas e desenvolvimento; (vi) reconhecimento de passivos de longo prazo a valor presente; (vii) métodos de depreciação; (viii) divulgação de contingência; (ix) impostos e diferimentos; (x) ativos intangíveis – *goodwill*; (xi) custo de oportunidade do capital. Esses autores argumentam que essa estrutura proposta de ajustes considera a legislação vigente e os órgãos normatizadores das questões contábeis.

Atkinson *et al* (2000, p. 651) salientam que:

(...) o valor econômico adicionado tem sido usado para ajustar o lucro pelos PFC (Princípios Fundamentais da Contabilidade), para corrigir a abordagem conservadora que o PFC usa para determinar o lucro e o valor dos ativos. Por exemplo: o PFC quer como despesa imediata os custos de pesquisa e desenvolvimento; também, no cálculo do lucro na análise de valor para a ação, os custos de pesquisa e desenvolvimento são diferidos e amortizados, durante certo período de tempo, como cinco anos. A intenção dos ajustes prescritos para calcular o lucro que adiciona valor à ação, a partir do lucro pelo PFC, é desenvolver um resultado que melhor reflita o potencial de ganho a longo prazo da empresa.

Referidos autores (*op. cit.*, p.651) asseveram, ainda, que “outros ajustes recomendados incluem readicionar ao lucro o aumento das provisões das dívidas incobráveis e do UEPS; a amortização dos ativos intangíveis e a despesas de imposto de renda, para eliminar o efeito de seus diferimentos sobre o lucro.”

## 2.3. Formas de melhorar o desempenho desse indicador

Apurado o EVA do período, cabe aos administradores averiguar se o resultado alcançado é adequado ou não e tentar otimizar o desempenho com medidas que possam aumentar a geração de riquezas.

Para essa finalidade, Ehrbar (1999, p. 106) menciona que o EVA mostra que as empresas têm basicamente quatro maneiras para maximizar a riqueza dos acionistas:

- a) Cortar custos e reduzir os impostos para aumentar o NOPAT sem crescer capital. Isso implica operar de forma mais eficiente para ganhar um maior retorno sobre o capital já investido no negócio;

- b) Empreender todos os investimentos nos quais o aumento de NOPAT será maior do que o aumento de encargos de capital. Ou seja, investir em crescimento lucrativo, empreendendo todos os projetos com valor líquido presente positivo, que propiciem um retorno sobre o capital utilizado que exceda o custo de captação desses recursos;
- c) Retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excedam qualquer redução de NOPAT. Assim, é interessante deixar de investir em (ou liquidar) ativos e atividades que não estejam gerando retornos iguais ou maiores do que o custo de capital. As grandes mudanças nesta área são a venda de ativos que valham mais para outros investidores, mas a categoria também inclui iniciativas como a redução de estoques e aceleração da cobrança de contas a receber (pois ambas representam investimentos de capital);
- d) Estruturar as finanças da empresa de forma tal que minimizem o custo de capital, algo que reside exclusivamente nos domínios do departamento financeiro, do CEO (*Chief Executive Officer*) e do conselho de administração.

Stewart (2005, p.132) defende que:

(...) apesar de em qualquer empreendimento existirem inúmeras atividades individuais que podem ser feitas para criar valor, em algum momento todas elas deverão fazer parte de uma das três categorias medidas por um aumento no EVA. Este crescerá se a eficiência operacional for melhorada, se novos investimentos criadores de valor forem assumidos e se capital for retirado de atividades não-econômicas. Para ser mais específico, o EVA aumenta quando:

1. A taxa de retorno auferida sobre a base existente de capital cresce; ou seja, se mais lucros operacionais são gerados, sem qualquer nova adição de fundos ao empreendimento;
2. Capital adicional é investido em projetos que dão mais retorno do que o custo de obtenção de capital novo;
3. Capital é liquidado de, ou novos investimentos são cortados em, operações abaixo do padrão nas quais retornos inadequados vêm sendo gerados.”

Horngren *et al* (1999, p. 827) entendem que entre as iniciativas que podem ser utilizadas para melhorar o desempenho do EVA devem ser elencadas as seguintes:

- a) Tentar lucrar mais com o mesmo capital: reduzir custos e cortar gastos não prioritários, buscar a elevação do faturamento aproveitando oportunidades de mercado e necessidades dos clientes;
- b) Usar menos capital nas operações: revisar métodos e procedimentos, cortar despesas e custos ligados às atividades operacionais;
- c) Investir capital em projetos de alto retorno: utilizar todo ou parte do capital de forma extremamente sensata.

Wernke (2008, p. 290) defende que entre as ações para otimizar esse indicador podem ser mencionadas: tentar lucrar mais sem usar mais capital; usar menos capital nas operações; priorizar os investimentos nos projetos mais rentáveis; investir somente em projetos cuja rentabilidade seja maior que o custo médio de captação de recursos; desfazer-se de ativos que proporcionem retorno inferior ao CMPC/WACC e tentar reduzir o custo de captação de recursos.

## **2.4. Benefícios e limitações associadas ao EVA**

É possível dizer que todos os indicadores de desempenho têm características que podem ser consideradas vantajosas ou limitativas quanto a sua utilização com determinada finalidade. Nessa

direção, passa-se a discorrer a respeito dos benefícios informativos e das restrições que podem ser atribuídas ao EVA.

Ao se referirem aos benefícios propiciados pelo EVA, Young e O'Byrne (2003, p. 31) mencionam que “uma das suas principais virtudes é que permite o estabelecimento de metas para as divisões e departamentos (por vezes sob a forma de direcionadores de EVA em vez do próprio EVA)”. De acordo com os mesmos autores (*op.cit.*, p. 77), outra vantagem do EVA “é proporcionar uma ligação entre mensuração de desempenho e avaliação pelo mercado de capital, ajudando a assegurar que o desempenho gerencial é avaliado e recompensado de modo consistente com a moderna teoria de finanças corporativas”.

Stewart (2005, p.117) advoga que:

(...) a mais importante vantagem do EVA, entretanto, diz respeito ao fato de ele ser a única medida de desempenho que se conecta diretamente ao valor de mercado intrínseco de uma empresa. É o combustível que dispara o prêmio do valor de mercado das ações de qualquer empresa (ou é responsável pelo seu desconto). Em vista disso, é ele a medida que recomendo para a definição de metas, para a alocação de capital, para a avaliação de desempenhos, para planos de bonificação e para a comunicação com os grandes investidores. Em outras palavras, estou advogando pelo EVA, para que seja usado como base para implementação de novos e completamente integrados sistemas de administração financeira.

Para Padoveze e Benedicto (2004, p. 223), o modelo de EVA tem sido considerado atualmente o melhor modelo de avaliação da criação ou não de valor para as empresas e defendem que este pode ser aplicado genericamente para a empresa como um todo, como pode ser aplicado às unidades de negócios, às linhas de produtos ou às atividades.

Em relação aos benefícios informativos propiciados pelo EVA, Lopo *et al* (2001, p.247) sintetizam-nos em dois aspectos: (i) capacidade de conscientizar rapidamente o gestor sobre as expectativas do investidor em relação a sua atuação; e (ii) simplicidade de compreensão. Em relação ao primeiro ponto, a partir do momento em que se define que o administrador deve se esforçar para remunerar os recursos investidos e gerar um valor adicional ao custo ponderado médio de capital (WACC), torna-se evidente que os objetivos a serem perseguidos nas diversas áreas da empresa devem ser balizados pela geração de EVA positivo. Com isso, decisões quanto à manutenção de linhas de produção ou comercialização, aumento ou redução de investimentos em unidades ou setores, bem como a análise da atual situação da entidade, passam a ser mais claramente determináveis. Assim, tendo em mente que o almejado é gerar ou aumentar o EVA das operações, cabe ao gestor verificar as unidades, setores ou linhas que podem ter seus desempenhos otimizados e encetar iniciativas neste sentido. No que tange ao aspecto da compreensão facilitada, tal ponto pode ser explicado em função de que basta o gestor entender que a agregação de valor econômico ocorre quando o EVA é positivo. Neste caso, as operações da empresa geraram riqueza para o acionista. Ao contrário, quando o EVA é negativo, acontece a destruição da riqueza do investidor:

Para Drucker (2004, p. 43),

(...) ao mensurar o valor agregado acima de todos os custos, inclusive o custo de capital, o EVA mede, com efeito, a produtividade de todos os fatores de produção. Esse indicador não informa, em si mesmo, por que determinado produto ou certo serviço não agrega valor e como corrigir a situação. Mas ele mostra o que precisamos investigar e se devemos adotar medidas corretivas. O EVA também deve ser usado para identificação do que funciona. Esse indicador revela os produtos, os serviços, as operações e as atividades que apresentam produtividade atipicamente alta e agregam valor inusitadamente elevado. Em seguida, devemos perguntar a nós mesmos: o que podemos aprender com esses êxitos?

Por outro lado, o EVA possui aspectos que podem ser considerados desfavoráveis à sua utilização. De acordo com Lunkes (2004, p. 182), o EVA é limitado porque é um indicador do passado



e não considera o risco do negócio. Tal autor cita, ainda, que a gestão baseada em medidas financeiras sofre muitas críticas de especialistas, que comparam esse modo de gerenciamento a uma carroça com dois bois, onde o gestor está colocando a carroça à frente dos animais. Ou seja, administra-se o negócio por meio de medidas que são o resultado das ações, enquanto que o correto seria o gestor primar pelas causas que geram o resultado financeiro.

Regis, Santos e Santos (2010, p. 9) atribuem ao EVA algumas limitações destacando que:

1. Pode acarretar restrição ao crescimento da empresa, tendo em vista que a expectativa de resultados rápidos pode impedir o interesse por projetos de maior vulto;
2. Poderá implicar dificuldades para a obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras, pois o cálculo do EVA destaca a remuneração do capital de terceiros e quanto mais endividada estiver a empresa, maior é o risco atribuível;
3. Tal indicador dá ênfase exagerada na geração de lucros, sendo aplicável somente às empresas regidas por propósitos econômicos.

Martins, Diniz e Miranda (2012, p.240) comentam que além de depender dos critérios contábeis, e portanto suportar os mesmos problemas de normas, de modelos contábeis, da falta de correção monetária e outros, não leva em conta o valor de mercado do Patrimônio Líquido para seu cálculo. Essa é, talvez, a maior falha cometida na sua aplicação porque, ao ser calculado sobre os valores contábeis, está também calculando o valor adicionado com relação ao capital aplicado na empresa, e não representa, com isso, o valor econômico adicionado para o investidor atual.

Lopo *et al* (2001, p.247), após ressaltarem que tais críticas são aplicáveis às versões mais simplificadas de cálculo do EVA, enfatizam dois pontos desfavoráveis associados a este indicador:

- A) Apesar de reconhecer a inadequação dos resultados contábeis tradicionais para a mensuração do valor do empreendimento, o modelo limita-se a ajustá-los globalmente, em vez de tratar as informações à medida que ocorrem os eventos;
- B) A base de resultados globais da empresa impede a identificação da contribuição gerada por área.

Stewart (2005, p.157) comenta que, “apesar das vantagens do EVA como medida de desempenho, existe uma deficiência com relação ao seu uso. Diferentemente de taxas de crescimento ou de taxas de retorno, é mais difícil comparar o EVA de empresas ou unidades negociais de diferentes tamanhos”. Contudo, referido autor entende que essa limitação pode ser contornada, já que o EVA pode ser ajustado de forma a refletir um nível comum de capital utilizado.

Silva *et al* (2005, p.4), após comentarem que um dos pontos marcantes em relação ao EVA é que este abrange tudo o que está no demonstrativo de resultado e no balanço patrimonial, ressaltam que:

(...) o fato de o EVA compreender todos os fatores não é somente uma virtude. É também uma fraqueza potencial quando aplicado no contexto de unidades descentralizadas. Se a divisão analisada é uma unidade muito independente, em que o gerente da divisão tem poder de decisão quase total, inclusive influência sobre as principais decisões de investimentos, o EVA pode ser considerado como a melhor medida de desempenho de curto prazo porque incorpora lucros e produtividade do capital. Mas duas pressuposições fundamentais sustentam essa afirmativa: o gerente da divisão tem amplo poder de decisão sobre as atividades operacionais e de investimento e tanto as alocações de custos como os preços de transferência causam efeito mínimo no EVA da unidade de negócio, ou a companhia desenvolveu sistemas confiáveis para alocação de custos e preços de transferência. Quando essas premissas mostram-se menos válidas, o EVA começa a perder poder como medida de contribuição do gerente de unidade de negócio na geração de valor para o acionista.

### 3. METODOLOGIA UTILIZADA

No que tange aos aspectos metodológicos desta pesquisa, em relação à tipologia quanto aos objetivos, esta pode ser classificada como descritiva. Referida modalidade visa, segundo Gil (1999), descrever características de determinada população ou fenômeno, ou o estabelecimento de relação entre as variáveis. Nessa direção, Andrade (2002) destaca que a pesquisa descritiva preocupa-se em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, sem a interferência do pesquisador. Pelo aspecto dos procedimentos adotados, a pesquisa caracteriza-se como um estudo de caso, pois se concentra em única empresa e suas conclusões limitam-se ao contexto desse objeto de estudo. De acordo com Yin (2005, p. 32), "um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos". No âmbito da forma de abordagem do problema a pesquisa pode ser classificada como "qualitativa", que é como Richardson (1999, p. 80) denomina os estudos que "podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais". A respeito da coleta de dados, Serra, Costa e Ferreira (2007) abordaram os aspectos fundamentais referentes aos projetos de pesquisa com estudos de caso quanto às possibilidades para coligi-los; enquanto que Yin (2005) sugeriu diversas fontes para a coleta de dados em estudos de caso: documentos e registros; entrevistas; observação direta e participante; evidências físicas etc. No caso desta pesquisa, foram utilizadas fontes como a contabilidade da empresa e os controles internos, além de entrevistas informais com os gestores.

### 4. ESTUDO DE CASO

Com a intenção de ilustrar a avaliação de desempenho com base no EVA (*Economic Value Added*), apresenta-se a seguir um estudo de caso realizado na empresa "Beta" (nome fictício por solicitação dos administradores), que atua na prestação de serviços na área de saúde, em cidade do estado de Santa Catarina (Brasil).

Referido empreendimento foi fundado no ano de 1994 e ocupa uma área física de 4.942,53m<sup>2</sup>, divididos entre áreas administrativa, prestação dos serviços médicos, conforto dos funcionários (descanso nos intervalos das seções) e suprimento de materiais. Conta com vinte e três colaboradores, sendo cinco na área administrativa, quatorze na área médica e quatro funcionários atuando na limpeza e conservação. A contabilidade da empresa é terceirizada (como ocorre com a maior parte desse tipo e porte de empresa médica no Brasil) sendo executada por escritório contábil situado na mesma cidade e limitando-se a sua atuação aos aspectos contábeis, fiscais e societários.

Pelas características de sua atividade, esse tipo de empreendimento requer investimentos de grande valor em ativos (principalmente em máquinas e equipamentos hospitalares, bem como em espaço físico adequado), motivo suficiente para justificar a avaliação ora descrita. Para tanto, os proprietários concordaram em facultar o acesso aos dados para os pesquisadores, sendo que para a conclusão do estudo foram ultrapassadas as seguintes etapas:

- a) Coleta dos dados necessários: essa fase envolveu procedimentos relacionados com a obtenção das demonstrações contábeis do trimestre enfocado; o deflacionamento pelo IGP-M para evidenciar o poder aquisitivo da moeda; a identificação das taxas de juros das fontes de recursos externas e definição da expectativa de rentabilidade dos detentores de capital (quotistas);
- b) Cálculo do EVA: nessa parte do estudo foi realizada a adaptação dos balanços patrimoniais contábeis ao formato requerido para o cálculo do EVA, além de apurados os valores dos itens a serem computados no cálculo desse parâmetro de desempenho (RSAL/RONA, CMPC/WACC e Capital Investido).

- c) Análise e interpretação dos resultados: essa etapa consistiu em avaliar os resultados apurados em termos de EVA nos períodos abrangidos e verificar a tendência exposta pelos números apurados.

#### 4.1. Coleta de dados

Para efetuar essa análise de desempenho foram utilizadas como base de dados as demonstrações contábeis relativas ao primeiro trimestre de 2013, devidamente deflacionadas para preservar o poder aquisitivo da moeda e a comparabilidade entre os períodos enfocados. Assim, na Tabela 1 estão representados os Balanços Patrimoniais levantados para essa companhia nos meses abrangidos.

*Tabela 1. Balanço patrimonial contábil (valores em R\$)*

<b>ATIVOS</b>	<b>jan/13</b>	<b>fev/13</b>	<b>mar/13</b>
ATIVO CIRCULANTE	4.329.824,70	4.266.029,23	4.259.233,75
AC DISPONIBILIDADES	3.922.932,42	3.880.838,96	3.869.476,74
Caixa	116,52	116,52	116,52
Bancos	8.444,18	1.542,46	51.941,99
Aplicações de Liquidez Imediata	3.914.371,72	3.879.179,98	3.817.418,23
AC REALIZÁVEL – CP	406.892,28	385.190,27	389.757,01
Clientes	29.153,75	-	18.611,08
Outros créditos	370.692,11	370.692,11	371.145,93
Tributos a recuperar	7.046,42	14.498,16	-
ATIVO NÃO CIRCULANTE	5.970.652,71	5.956.511,41	5.942.370,11
INVESTIMENTOS	270.656,54	270.656,54	270.656,54
IMOBILIZADO	6.791.629,05	6.791.629,05	6.791.629,05
DEPRECIACÕES ACUMULADAS	- 1.091.632,88	- 1.105.774,18	- 1.119.915,48
ATIVO TOTAL (CIRC. + NÃO CIRC.)	10.300.477,41	10.222.540,64	10.201.603,86

<b>PASSIVOS</b>	<b>jan/13</b>	<b>fev/13</b>	<b>mar/13</b>
PASSIVO CIRCULANTE	1.267.698,69	1.232.801,94	1.263.290,87
FORNECEDORES	25.858,64	23.896,90	35.965,40
EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS - CP	814.977,69	775.087,62	766.209,48
OBRIGAÇÕES SOCIAIS	50.791,75	49.610,44	52.071,37
OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS	372.339,75	381.188,42	404.649,05
OUTRAS OBRIGAÇÕES	3.730,86	3.018,56	4.395,57
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	9.032.778,72	8.989.738,70	8.938.312,99
CAPITAL SOCIAL	2.000,00	2.000,00	2.000,00
RESERVAS DE CAPITAL	2.576,01	2.576,01	2.576,01
LUCROS ACUMULADOS	9.028.202,71	8.985.162,69	8.933.736,98
PASSIVO + PL TOTAL	10.300.477,41	10.222.540,64	10.201.603,86

Fonte: elaborada pelos autores, com dados da empresa pesquisada.

Além disso, as Demonstrações de Resultados (DRE) respectivas são apresentadas de forma sintética na Tabela 2.

Tabela 2. Demonstração do resultado mensal (valores em R\$)

DRE	jan/13	fev/13	mar/13
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	146.340,88	477.986,53	843.649,51
(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA	5.341,45	17.446,52	30.793,22
(=) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	140.999,43	460.540,01	812.856,29
(-) CUSTO DOS SERVIÇOS PRESTADOS	100.465,94	205.817,03	301.374,76
(=) LUCRO OPERACIONAL BRUTO	40.533,49	254.722,98	511.481,53
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	13.587,57	32.948,62	58.465,23
(=) LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO	26.945,92	221.774,36	453.016,30
(-) DESPESAS E RECEITAS NÃO OPERACIONAIS	12.235,68	24.113,94	34.963,70
(=) LUCRO ANTES DO IMP. RENDA/C. SOCIAL	14.710,24	197.660,42	418.052,60
(-) PROVISÕES P/IMP. RENDA E CONTR. SOCIAL	1.067,19	14.339,75	30.328,63
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	13.643,05	183.320,67	387.723,97

Fonte: elaborada pelos autores, com dados da empresa pesquisada

#### 4.2. Cálculo do EVA no contexto da empresa pesquisada

Para apurar se o empreendimento em evidência criou ou destruiu riqueza no trimestre abrangido, entre as diversas possibilidades aventadas na revisão da literatura deste artigo optou-se por empregar a fórmula “EVA = (RONA – WACC) x Capital Investido”, defendida por Young e O’Byrne (2003). Por isso, foi imprescindível calcular os fatores da equação mencionada, conforme exposto a seguir.

A primeira fase do cálculo consistiu na elaboração do “Balanço do EVA”, onde são determinados os valores relativos aos “Ativos Líquidos” e ao “Capital Investido”, como consta na Tabela 3.

Tabela 3. Balanço patrimonial padronizado para calcular o EVA (valores em R\$)

ATIVOS	jan/13	fev/13	mar/13
1) ATIVO CIRCULANTE	3.922.932,42	3.880.838,96	3.869.476,74
Caixa	116,52	116,52	116,52
Bancos	8.444,18	1.542,46	51.941,99
Aplicações de Liquidez Imediata	3.914.371,72	3.879.179,98	3.817.418,23
(2=a-b) NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO	- 45.828,72	- 72.524,05	- 107.324,38
(a) Ativos de curto prazo (exceto disponibilidades)	406.892,28	385.190,27	389.757,01
(b) Passivos não onerosos	452.721,00	457.714,32	497.081,39
3) ATIVO NÃO CIRCULANTE	5.970.652,71	5.956.511,41	5.942.370,11
Investimentos	270.656,54	270.656,54	270.656,54
Imobilizado	6.791.629,05	6.791.629,05	6.791.629,05
Depreciações Acumuladas	- 1.091.632,88	- 1.105.774,18	- 1.119.915,48
4=1+2+3) ATIVOS LÍQUIDOS	9.847.756,41	9.764.826,32	9.704.522,47

PASSIVOS	jan/13	fev/13	mar/13
5) PASSIVO CIRCULANTE	814.977,69	775.087,62	766.209,48
Empréstimos e Financiamentos - CP	814.977,69	775.087,62	766.209,48
6) PATRIMÔNIO LÍQUIDO	9.032.778,72	8.989.738,70	8.938.312,99
7=5+6) CAPITAL INVESTIDO	9.847.756,41	9.764.826,32	9.704.522,47

Fonte: elaborada pelos autores.

Ou seja, apurou-se a Necessidade de Capital de Giro de cada período, deduzindo-se os ativos circulantes (exceto disponibilidades) dos passivos não-onerosos (como fornecedores, salários, tributos

etc.). Essa modificação ocasionou a determinação dos valores dos “Ativos Líquidos” e do “Capital Investido” dos três meses analisados, conforme citado na tabela 4, necessários para as etapas seguintes de cálculo do EVA.

Na sequência, foi calculado o RONA (*Return on Net Assets*), que é obtido pela divisão do “Lucro Operacional após o Imposto de Renda (ou NOPAT – *Net Operating Profit After Tax*)” pelo valor dos “Ativos Líquidos”, conforme exposto na Tabela 4.

*Tabela 4. Cálculo do Retorno sobre Ativos Líquidos (RSAL/RONA)*

<b>Itens</b>	<b>jan/13</b>	<b>fev/13</b>	<b>mar/13</b>
(A) Lucro líquido do exercício - R\$	13.643,05	183.320,67	387.723,97
(B) Ativos Líquidos - R\$	9.847.756,41	9.764.826,32	9.704.522,47
(C=A/B) RSAL/RONA (%)	0,139%	1,877%	3,995%

Fonte: elaborada pelos autores.

Ou seja, em Janeiro de 2013 a empresa apresentou RSAL/RONA de 0,139%, oriundo da divisão de R\$ 13.643,05 (Lucro Líquido/NOPAT) por R\$ 9.847.756,41 (Ativos Líquidos). Por sua vez, no mês de Fevereiro/2013 apresentou RSAL/RONA de 1,877%, pois o Lucro Líquido/NOPAT foi de R\$ 183.320,67 e os Ativos Líquidos foram de R\$ 9.764.826,32. Finalmente, no último período avaliado, Março de 2013, o desempenho da empresa continuou melhorando, com RSAL/RONA de 3,995%, calculado pela divisão de R\$ 387.723,97 (Lucro Líquido/NOPAT) por R\$ 9.704.522,47 (Ativos Líquidos).

Ainda, para obter o EVA dos meses enfocados foi necessário calcular o Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) dos períodos abrangidos. Para apurar o WACC/CMPC, de início coube verificar a participação percentual das fontes de financiamento das atividades da empresa. No mês de Janeiro constatou-se que o capital próprio correspondeu por 91,72% do total de recursos aplicados nos ativos da entidade. O restante era formado pelo capital alheio, onde 8,28% foi captado por meio de empréstimos ou financiamentos, porém com diferentes taxas de captação. Já no mês de Fevereiro o capital próprio representava 92,06% do total de recursos empregados na empresa e o capital de terceiros prazo equivalia a 7,94%, também captados com diferentes taxas de juros junto às instituições financeiras. No último mês enfocado o capital próprio respondia por 92,10% do total e os passivos oriundos de financiamentos/empréstimos representavam 7,10% dos recursos aplicados no ativo da entidade pesquisada.

Quanto às taxas de captação de recursos próprios ou de terceiros consideradas no cálculo do WACC/CMPC, os valores computados foram informados pelos administradores da empresa pesquisada, tendo por base os contratos de crédito firmados com bancos e a expectativa de rentabilidade dos proprietários do estabelecimento. Por isso, cabe salientar que foram assumidos como representativos do contexto financeiro da companhia e nenhuma forma de checagem foi utilizada. Assim, no caso dos empréstimos as taxas de juros eram distintas, pois estes foram contratados em diferentes momentos e linhas de crédito. Ou seja, havia contratações com taxas de juros mensais de 0,30%, 0,32%, 0,35% e 0,40%. Além disso, no que se refere à remuneração do capital próprio, os investidores mencionaram que pretendiam obter nesses meses em análise a taxa de 0,60% ao mês, tendo como parâmetro de comparação a taxa SELIC anual e sua simples divisão por 12 meses. Essa taxa equivale à taxa de juros básica da economia brasileira e foi empregada por adequar-se às expectativas dos proprietários do negócio, mesmo que na literatura se possa encontrar formas para apurar o CMPC/WACC também de empresas de capital fechado (como a entidade pesquisada). Assumiu-se, então, que a essência informativa seria mais relevante que o detalhamento técnico rigoroso, por permitir fácil entendimento pelos gestores/proprietários (cujas qualificações profissionais eram em Medicina).

Considerando as referidas taxas de remuneração de capital, estipulou-se que o CMPC/WACC em Janeiro foi de 0,579%; em Fevereiro foi de 0,580% e em Março foi de 0,58%, conforme apresentado na Tabela 5.

*Tabela 5. Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC/WACC)*

<b>jan/13</b>				
<b>Itens</b>	<b>Valor (em R\$)</b>	<b>Part. (%)</b>	<b>Custo Capt. (%)</b>	<b>CMPC (%)</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(d=bXc)</b>
Empréstimos Bancários - A	36.497,93	0,37%	0,300%	0,001%
Empréstimos Bancários - B	334.821,43	3,40%	0,320%	0,011%
Empréstimos Bancários - C	185.833,33	1,89%	0,350%	0,007%
Empréstimos Bancários - D	257.825,00	2,62%	0,400%	0,010%
Patrimônio Líquido	9.032.778,72	91,72%	0,600%	0,550%
Capital Investido	9.847.756,41	100,00%	-	0,579%
<b>fev/13</b>				
<b>Itens</b>	<b>Valor (em R\$)</b>	<b>Part. (%)</b>	<b>Custo Capt. (%)</b>	<b>CMPC (%)</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(d=bXc)</b>
Empréstimos Bancários - A	31.501,31	0,32%	0,300%	0,001%
Empréstimos Bancários - B	315.065,48	3,23%	0,320%	0,010%
Empréstimos Bancários - C	177.083,33	1,81%	0,350%	0,006%
Empréstimos Bancários - D	251.437,50	2,57%	0,400%	0,010%
Patrimônio Líquido	8.989.738,70	92,06%	0,600%	0,552%
Capital Investido	9.764.826,32	100,00%	-	0,580%
<b>mar/13</b>				
<b>Itens</b>	<b>Valor (em R\$)</b>	<b>Part. (%)</b>	<b>Custo Capt. (%)</b>	<b>CMPC (%)</b>
	<b>(a)</b>	<b>(b)</b>	<b>(c)</b>	<b>(d=bXc)</b>
Empréstimos Bancários - A	31.677,34	0,33%	0,300%	0,001%
Empréstimos Bancários - B	312.398,81	3,22%	0,320%	0,010%
Empréstimos Bancários - C	177.083,33	1,82%	0,350%	0,006%
Empréstimos Bancários - D	245.050,00	2,53%	0,400%	0,010%
Patrimônio Líquido	8.938.312,99	92,10%	0,600%	0,553%
Capital Investido	9.704.522,47	100,00%	-	0,580%

Fonte: elaborada pelos autores.

Por último, com os dados necessários já disponíveis, passou-se ao cálculo do EVA dos três períodos, como exemplificado na Tabela 6.

*Tabela 6 - Cálculo do EVA*

<b>Itens</b>	<b>jan/13</b>	<b>fev/13</b>	<b>mar/13</b>
1) RSAL/RONA (em %)	0,139%	1,877%	3,995%
2) CMPC/WACC (em %)	0,579%	0,580%	0,580%
3) CAPITAL INVESTIDO (em R\$)	9.847.756,41	9.764.826,32	9.704.522,47
4=[(1-2)*3] EVA (em R\$)	- 43.416,26	126.653,98	331.399,39

Fonte: elaborada pelos autores.

Pelo resultado do EVA calculado no mês de Janeiro (R\$ -43.416,26), se concluiu que neste período a empresa em análise “destruiu riqueza” dos investidores. Isso ocorreu porque o custo médio ponderado de captação de recursos (WACC/CMPC) foi superior ao RSAL/RONA nesse mês. Com isso, chegou-se à conclusão de que o EVA gerado em Janeiro foi negativo e o valor do lucro desse período não conseguiu superar a remuneração pretendida pelos fornecedores de capital (quotistas e instituições de crédito).

Porém, no que tange ao resultado do EVA calculado nos meses de Fevereiro (R\$ +126.653,98) e Março (R\$ +331.399,39), se concluiu que nesse período a entidade pesquisada “criou riqueza” para os quotistas. Ou seja, como o custo médio ponderado de captação de recursos (WACC/CMPC) foi inferior ao RSAL/RONA no lapso temporal em lume, resultou que o EVA gerado foi positivo. Considerou-se, então, que o montante de lucro obtido nas operações foi suficiente para, concomitantemente, remunerar o capital de terceiros, propiciar a remuneração almejada pelos investidores nesses dois meses analisados (Fevereiro e Março) e, além disso, agregar valor à empresa.

O desempenho do empreendimento no que tange ao EVA nos três períodos avaliados mostrou uma tendência positiva, de vez que aumentou significativamente entre o primeiro e o último mês. Para tanto contribuíram principalmente os seguintes motivos:

- a) No comparativo com janeiro, o resultado (lucro) dos demais meses foi bem superior. Isso ocorreu porque no mês inicial, provavelmente pela temporada de férias/verão, as receitas ficaram bem abaixo da média dos demais meses (conforme evidenciado nas DREs anteriormente).
- b) Nos dois meses finais da série houve uma aplicação menor de recursos onerosos, conforme exposto na tabela 7 (abaixo), provavelmente causado pelo acréscimo nos passivos de funcionamento (recursos não-onerosos) como já evidenciado na Tabela 3.

*Tabela 7 - Comparativo da evolução nos três meses analisados*

Itens	*jan/13		*fev/13		*mar/13	
	Valor (R\$)	Percentual	Valor (R\$)	Percentual	Valor (R\$)	Percentual
Capital Investido	9.847.756,41	100,0%	9.764.826,32	100,0%	9.704.522,47	100,0%
Lucro Líquido	13.643,05	0,139%	183.320,67	1,877%	387.723,97	3,995%
VEA/EVA	-43.416,26	-0,441%	126.653,98	1,297%	331.399,39	3,415%

Fonte: elaborada pelos autores

#### **4.3. Limitações associadas à metodologia empregada**

Conforme demonstrado neste artigo, os dados necessários para medir a agregação ou não de valor puderam ser conseguidos com facilidade junto aos controles internos já existentes ou elaborados/aprimorados durante a pesquisa, propiciando a continuidade da análise do EVA das operações da empresa por tempo indeterminado.

Porém, no que tange às principais limitações da metodologia empregada é pertinente ressaltar as seguintes:

- a) Uso de demonstrações contábeis (balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício) não auditadas: mesmo considerando-se a existência de escrituração contábil que fornecesse tais demonstrativos utilizados como base para a pesquisa, o fato de não terem sido auditados pode implicar existência de erros quanto à evidenciação da adequada situação patrimonial a ser considerada. Contudo, como a auditoria não é uma prática comum em empresas de capital fechado, notadamente naquelas caracterizadas pela gestão dos proprietários (como é o caso da organização estudada nesta pesquisa), referidos demonstrativos foram considerados como representativos do contexto dessa empresa.
- b) Dificuldade na determinação das taxas de remuneração do capital alheio e do capital próprio: conforme a complexidade da estrutura de captação de recursos de terceiros (através da utilização de várias linhas de crédito concomitantemente, por exemplo), a determinação da taxa média ponderada pode ser complicada. Ainda, a determinação da taxa de remuneração do capital próprio pode gerar dúvidas quanto à sua pertinência, dadas as

diversas peculiaridades inerentes, principalmente nesse tipo de empresa (capital fechado). Assim, no caso em lume considerou-se somente a expectativa de rentabilidade dos proprietários (Taxa Selic anual).

## 5. CONCLUSÕES DA PESQUISA

A necessidade dos investidores conhecerem o retorno auferido pelo capital aplicado num empreendimento é relevante, de vez que estes desejam vislumbrar a adequação de manter ou não esse negócio em seu portfólio. Contudo, a complexidade relacionada às diversas fontes de recursos (alheias ou próprias), com taxas de captação distintas conforme a origem (quotistas ou financiadores), praticamente inviabiliza a utilização do valor de lucro como o principal parâmetro de avaliação.

Como visto, o EVA tem a capacidade de propiciar uma forma de avaliar o desempenho da entidade que leva em consideração a estrutura de capital da empresa e respectivas taxas de remuneração. Com isso, pode ser considerado um indicador adequado para evidenciar a performance dos gestores na utilização do capital disponibilizado pelos investidores e/ou captado junto às instituições bancárias. Além disso, é capaz de proporcionar uma visão abrangente sobre a pertinência dos recursos aplicados em ativos e sobre o impacto das taxas de captação das principais fontes de recursos.

Quanto ao objetivo do estudo, concluiu-se que o mesmo foi plenamente atingido. Ou seja, mostrou-se que o EVA é totalmente aplicável ao contexto da empresa pesquisada, com as devidas adaptações ao contexto da organização em tela e que consegue ofertar diversas informações úteis ao gerenciamento adequado da empresa no sentido de aprimorar a otimização do capital aplicado no negócio. No que concerne à pergunta de pesquisa, entende-se que a mesma foi adequadamente respondida, uma vez que se mostrou evidente que essa forma de mensuração pode ser utilizada para avaliar a evolução no contexto da entidade enfocada.

Contudo, conforme ressaltado na seção anterior, esta pesquisa contém algumas *limitações* específicas, como se basear em demonstrações contábeis não auditadas e uso da taxa de remuneração desejada pelo investidor no cálculo do CMPC/WACC. O primeiro aspecto diz respeito à característica do serviço contábil terceirizado da empresa, cujos proprietários não consideravam necessário auditar os relatórios contábeis, visto serem eles mesmos os administradores do empreendimento. Quanto à escolha do parâmetro para remunerar o investidor, novamente se fez presente a opinião dos proprietários, cuja expectativa de remuneração do capital empregado era efetivamente a de, ao menos, superar a taxa básica da economia brasileira (Taxa Selic). Mesmo que metodologias mais aprimoradas para determinar o CMPC/WACC de empresas de capital fechado possam ser empregadas, os autores entendem que isso fugiria do contexto de decisorial da organização pesquisada.

A existência dessas limitações serve, então, para que sejam sugeridas *possibilidades para pesquisas futuras*, visto que poderia ser tentada a aplicação da metodologia descrita nesse artigo com outras abordagens. Ou seja, talvez se pudesse comparar os resultados apurados neste texto com outras pesquisas que utilizassem formas diferentes de apurar o CMPC/WACC, entre outros enfoques possíveis.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, M.M. de (2002): Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: Noções práticas. 5ª ed. São Paulo: Atlas.
- ARAÚJO, A.M.P.; ASSAF NETO, A.A (2003): Contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. Revista Contabilidade & Finanças – USP. São Paulo: nº 33, set./dez. 2003. p.16-32.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F.G. (2009): Curso de administração financeira. São Paulo: Atlas.



- ATKINSON, A.A.; BANKER, R.D.; KAPLAN, R.S.; YOUNG, S.M. (2000): Contabilidade gerencial. São Paulo: Atlas.
- BIDDLE, G.C.; BOWEN, R.M.; WALLACE, J.S. (1997): Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, nº 3, dez. p. 301-336.
- CASTRO JUNIOR, F.H.F. de; YOSHINAGA, C.E. (2011): Gestão baseada em valor. In: PARISI, C.; MEGLIORINI, E. (Org.). Contabilidade gerencial. São Paulo: Atlas.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. (2000): Avaliação de empresas “valuation”: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books.
- DRUCKER, P.F. (2004): Peter Drucker na prática. Rio de Janeiro: Elsevier.
- EHRBAR, A. (1998): EVA: The real key to creating wealth. New York: John Wiley & Sons.
- EHRBAR, A. (1999): EVA – Valor Econômico Agregado: A verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- FARIA, A.C. de; COSTA, M. de F.G. (2005): Gestão de custos logísticos: Custeio baseado em atividades (ABC), Balanced Scorecard (BSC), Valor Econômico Agregado (EVA). São Paulo: Atlas.
- GIL, A.C. (1999): Métodos e técnicas de pesquisa social. 5ª ed. São Paulo: Atlas.
- HORNGREN, C.T.; FOSTER, G.; DATAR, S.M. (1999): Cost accounting: A managerial emphasis. New Jersey: Prentice Hall.
- KASSAI, J.R.; KASSAI, S.; SANTOS, A.; ASSAF NETO, A. (2000): Retorno de investimento: Abordagem matemática e contábil do lucro empresarial. 2ª ed. São Paulo: Atlas.
- LOPO, A.; BRITO, L.; SILVA, P.R.; MARTINS, E. (2001): Avaliação de empresas: Da mensuração contábil à econômica. FIPECAFI, Eliseu Martins (organizador). São Paulo: Atlas.
- LUNKES, R.J. (2004): Manual de contabilidade hoteleira. São Paulo: Atlas.
- MARTINS, E.; DINIZ, J.A.; MIRANDA, J.G. (2012): Análise avançada das demonstrações contábeis: Uma abordagem crítica. São Paulo: Atlas.
- PADOVEZE, C.L. (2013): Contabilidade de custos: Teoria, prática, integração com sistemas de informações (ERP). São Paulo: Cengage Learning.
- PADOVEZE, C.L.; BENEDICTO, G.C. (2004): Análise das demonstrações financeiras. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- REGIS, F.; SANTOS, R.F. dos; SANTOS, N.M.B.F. (2010): Análise do Economic Value Added (EVA®) no setor eletroeletrônico – utilização da metodologia com base na criação de valor: O caso do Grupo FRM. XVII Congresso Brasileiro de Custos, Belo Horizonte, novembro de 2010.
- RICHARDSON, R.J. (1999): Pesquisa social: Métodos e técnicas. 3ª ed. São Paulo: Atlas.
- SANTOS, J.O. dos (2011): Valuation: Um guia prático. São Paulo: Saraiva.
- SERRA, F.A.; COSTA, L.; FERREIRA, M. (2007): Estudo de caso em pesquisa de estratégia: Exemplo de aspectos de projeto de investigação. *Revista ANGRAD*, Vol. 8, nº 2, p. 169-181, Abr-Mai-Jun/2007.
- SILVA, R.N.; SILVA, R.C.L.; GUIMARÃES, E.C. (2005): Uma análise da integração entre o EVA e o ABC no setor petrolífero. X Congresso Internacional de Custos, Florianópolis, novembro de 2005.
- STEWART, G.B. (2005): Em busca do valor: O guia de EVA para estrategistas. Porto Alegre: Bookman.
- WERNKE, R. (2008): Gestão financeira: Ênfase em aplicações e casos nacionais. Rio de Janeiro: Saraiva.
- YIN, R.K. (2005): Estudo de caso: Planejamento e método. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- YOUNG, S.D.; O'BYRNE, S. (2003): EVA e gestão baseada em valor: Guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman.



### **Rodney Wernke**

Contador com Especialização em Gerência de Custos/UNISUL, Especialização em Contabilidade Gerencial/UNISUL, Mestre em Engenharia de Produção e Sistemas/UFSC, Doutor em Engenharia de Produção e Sistemas/UFSC. Atua como professor universitário no curso de Administração/UNISUL e como professor em cursos de especialização de várias universidades. Consultor de custos e finanças. Autor dos livros Gestão de custos no comércio varejista (Ed. Juruá), Gestão financeira (Ed. Saraiva), Análise de custos e preços de venda (Ed. Saraiva), Gestão de custos (Ed. Atlas) e Custos da qualidade (Ed. CRC-RS). Possui mais de 170 artigos publicados em revistas e congressos científicos e atua como avaliador de artigos em 4 congressos científicos brasileiros e em 8 revistas científicas do Brasil.



### **Beatriz Henrique Moreira Maia**

Graduada em Administração de Empresas pela UNISUL em 2013, atua como administradora em empresa da área de saúde.



### **Marluce Lembeck**

Contadora com Especialização em Contabilidade Gerencial/UNISUL e MBA em Gestão Empresarial/FGV. Atua como professora universitária no curso de Ciências Contábeis/ UNISUL, onde leciona disciplinas relacionadas com custos e contabilidade. Possui mais de 40 artigos publicados em revistas e congressos científicos.