

## **Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela abordagem do resultado Econômico Residual**

**Fabio Frezatti**

Professor do Departamento de Contabilidade Atuarial — FEA/USP

Doutor em Controladoria e Contabilidade — FEA/USP

Mestre em Administração de Empresas — FEA/USP

Os autores clássicos de finanças sempre foram incisivos ao considerar que o grande adjetivo financeiro dos gestores das empresas é o proporcionar aumento de valor para os acionistas. Isto só ocorre quando as decisões implementadas pela organização são entendidas como adequadas pelo mercado, aumentando a atratividade das ações e, como consequência, valorizando-as no mercado. Dessa forma o que interessa para o acionista é que o seu investimento proporcione retorno que contemple risco e *timing* de reposição pelo tempo decorrido.

Nessa linha de raciocínio, do lado interno da empresa, alguma técnica deve ser disponibilizada para analisar, avaliar e permitir o direcionamento das decisões com o objetivo de proporcionar o acréscimo de valor do investimento feito pelo acionista. Por se tratar de conceito de obtenção futura, ou seja, valor é um conceito ligado às ocorrências a transcorrer, embora possa depender de ocorrências que tenham ocorrido no passado, grande tem sido a dificuldade no monitoramento. Significa dizer que o valor da empresa deve ser planejado, constituindo-se em principal meta do plano estratégico da organização.

Aceitando-se que a valorização do investimento do acionista é importante e deve ser planejada, quais indicadores são adequados para o seu monitoramento para o seu monitoramento? Rappaport (1908, p.13) menciona que algumas empresas utilizam dados contábeis, tais como lucro/ação e retorno sobre o investimento como indicadores de aumento do valor, enquanto que outras se prendem ao fluxo de caixa gerado.

Levando em conta a disponibilidade, de várias metodologias e, em especial, daquela denominada **Resultado Econômico Residual**, este artigo foi desenvolvido com os seguintes objetivos:

1. apresentar as várias metodologias;
2. caracterizar a metodologia escolhida (abordagem do Resultado Econômico Residual); e
3. indicar as dificuldades referentes aos critérios possíveis, considerados por vários autores, na apuração do Resultado Econômico Residual.

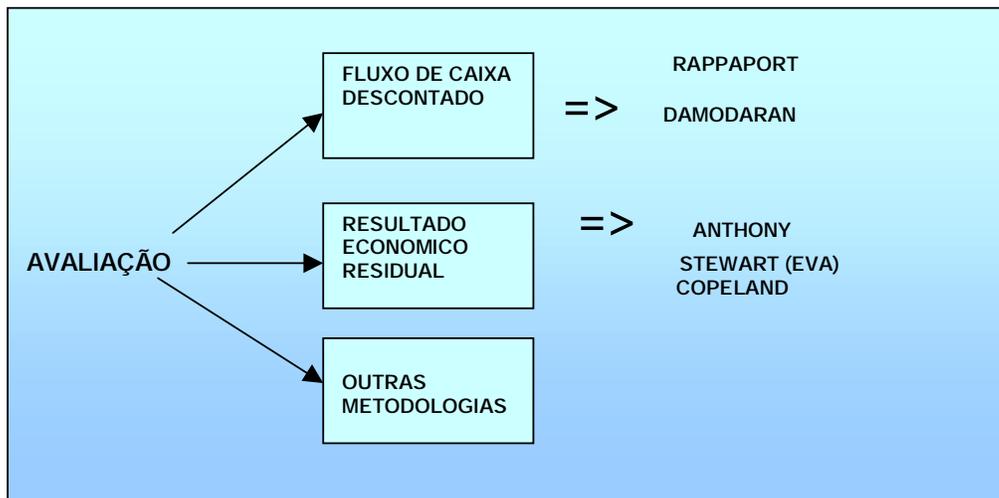
### **Abordagens Disponíveis**

Hendriksen (1992, p.121) considerou que os relatórios gerados pela contabilidade "(...)

## Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual

---

existem para suportar decisões aos acionistas e outros agentes nas suas decisões financeiras, a fim de projetar o fluxo de caixa corporativo." Sem esgotar o assunto, o Quadro 1 tem por pretensão identificar as várias vertentes conceituais, encontradas no momento, tratando o tema: valor de empresas.



Levando em conta esse objetivo, podem ser percebidas três grandes linhas de pensamento, não necessariamente mutuamente exclusivas, que são:

### 1. Abordagem do Fluxo de Caixa Descontado

---

Leva em conta a identificação do fluxo de caixa da empresa para o período futuro descontado pela sua taxa do custo de oportunidade. Adicionalmente, inclui o conceito de perpetuidade e/ou de ajustes pela inclusão de eventuais valores não operacionais. A metodologia tem sido utilizada desde longa data, mormente na avaliação de investimentos operacionais internos a empresa. Seu grande expoente no momento é o consultor Damodaran, muito embora Rappaport tenha importantes contribuições nessa área. Essa metodologia é a que se utiliza na avaliação de empresas no processo de privatização brasileiro da década de 90. Este artigo não tem por objetivo aprofundar esta análise.

### 2. Abordagem dos Múltiplos

---

Abordagem mais comum nas decisões de investimento dos acionistas minoritários, baseia-se no relacionamento entre variáveis, por exemplo, o índice Preço/Lucro, uma espécie de *payback*, que permite identificar pontos de entrada e saída do mercado. Analogamente ao item anterior, este assunto não será aprofundado neste artigo.

### 3. Abordagem do Resultado Econômico Residual

---

Esta abordagem persegue o resultado econômico, ou seja, o resultado operacional, líquido

do imposto de renda mas não afetado pelo custo de financiamento das operações. Diferentemente das abordagens anteriores, permite a análise distinta da **operação, financiamento e gestão do investimento da organização**. Stewart e, no momento, o estudioso mais importante, tendo introduzido o conceito sob o nome de **EVA** (*Economic Value Added*), muito embora o tema tenha sido motivo de preocupações por parte de David Ricardo, Marshall, Anthony, Schmalenbach e outros, incluindo outras visões e alternativas. Por esse motivo o termo **Resultado Econômico Residual** será utilizado, neste artigo, no sentido de identificar a família metodológica que inclui o **EVA**. O Resultado Econômico Residual, doravante denominado simplesmente de **RER**, será privilegiado neste artigo, tendo alguns méritos difíceis de serem refutados:

**a) Linguagem conceitual simplificada:**

Muito embora o conceito de resultado líquido após a remuneração não seja algo novo, o grande mérito de Stewart foi a simplificação da linguagem, tornando factível e praticável uma abordagem até então considerada puramente acadêmica e por demais complexa.

**b) Não implica em ruptura mas sim agregação de conceitos:**

A utilização da base contábil é essencial para o cálculo dos valores necessários. Dessa maneira, o **RER** constitui-se em produto adicional da Contabilidade e não seu concorrente.

**c) Um único instrumento atende a vários interesses:**

Pode-se separar os interesses dos agentes em:

• **Análise do desempenho interno da organização:**

Pode ser obtida a partir do momento em que ela atrela todos os seus instrumentos de planejamento ao **RER**. A sua utilidade está ligada à gestão do negócio e as políticas de remuneração das organizações: cada vez mais estão ligadas a esse indicador.

• **Análise de investimento:**

Consiste na utilização da metodologia para projetar o resultado de uma organização para fins de aquisição, fusão ou mesmo o direcionamento de seus investimentos futuros no ativo permanente.

• **Análise do mercado:**

Situação verificada quando o analista externo, a partir das demonstrações contábeis publicadas e informações complementares da empresa, elabora o cálculo **RER** com finalidade de estabelecer o *ranking* e análise comparativa de desempenho Bacidore (1997, p.19) se revela entusiasmado com a correlação entre o **EVA** gerado e o retorno obtido pelas ações.

**d) Apura o resultado que remunera realmente todos os *acionistas stakeholders* envolvidos, levando em conta o risco:**

O resultado líquido após remuneração aos fornecedores, empregados, governo, credores ligados a instituições financeiras e acionista é de grande importância, pois indica o que realmente sobra para a entidade, o que realmente torna a entidade mais saudável e rica.

**e) *Benchmarking* quando usado para análise externa:**

A publicação do cálculo do **RER** decomposto em **capital investido, retorno operacional e custo de capital** permite ao analista externo entender o desempenho da organização em termos operacional, financeiro e de gestão dos seus investimentos. Tal disponibilidade faz com que a análise possa ser centrada nos pontos fortes e fracos de cada organização. Em uma dada empresa, por exemplo, o custo de capital pode se apresentar acima da média do seu setor, enquanto a rentabilidade se apresenta na média. De posse desse tipo de informação, o gestor pode identificar o seu *benchmarking* e perseguir melhoria de desempenho exatamente aonde se considera não suficientemente forte.

Se por um lado as vantagens existem, por outro, algumas limitações e mesmo dificuldades persistem, sendo que algumas das mais relevantes descritas a seguir:

**a) Subjetividade dos critérios superior ao que os contadores estão acostumados a encontrar:**

Os critérios de elaboração podem se alterar em função do tempo e perspectiva. Por exemplo, o valor total da Provisão para Devedores Duvidosos, constituída em um dado período, pode representar um valor maior do que o estritamente necessário, tendo como consequência, na metodologia, seu valor somado de volta ao lucro do período: em outro momento, essa conta deixa de ser somada em função de que esteja refletindo exatamente o nível de risco que se espera pela constituição.

Diferentes autores e diferentes tratamentos para as mesmas contas podem trazer como consequência valores distintos para as mesmas contas. Isto pode ser percebido com a receita financeira, por exemplo. Para alguns autores ela faz parte do resultado operacional e para outros não.

**• Custo de oportunidade como novo elemento a tratar:**

No lugar dos juros incorridos pelos recursos de terceiros captados, existe o cálculo do custo ponderado de capital a ser remunerado pela organização. Esse conceito, por se tratar de uma abordagem que necessita de premissas sobre a participação de cada tipo de recurso (próprios e de terceiros), é menos objetiva para o contador, implicando em potencial de grande amplitude de variação de resultados.

**• Dificuldade no entendimento do que significa o resultado econômico:**

Muito embora o resultado econômico tenha por característica a indicação do potencial de caixa a ser gerado, o entendimento do que representam os seus componentes nem sempre é simples. O resultado econômico não corresponde necessariamente ao fluxo de caixa gerado no período, nem mesmo é o lucro contábil. Dessa maneira, o tratamento da depreciação como fluxo econômico, por exemplo, é algo que pode gerar dúvidas nos profissionais.

**• Dilema entre simplicidade e entendimento versus complexidade e precisão:**

A simplificação dos critérios pode reverter em uma significativa imperfeição, frente à demanda da organização. Por outro lado, excessivo detalhamento ou ajustes para adaptação ou mesmo variabilidade dos critérios perante situações encontradas faz com que a confiabilidade no sistema dependa enormemente da capacidade de julgamento das pessoas.

Se a metodologia do **RER** é útil e permite gerenciar certos problemas críticos no relacionamento da organização com os *stakeholders* mais expressivos (os acionistas, o governo, os credores e os executivos), quais os motivos que fazem com que a sua utilização seja ainda pequena? A resposta a essa pergunta está ligada às limitações apresentadas, que, na visão de muitos profissionais, não são superadas pelas suas vantagens. Como se percebe, ao levar em conta os aspectos mencionados, os critérios na operacionalização da metodologia são críticas na utilização do instrumento e podem ter tratamento distinto pelos vários autores.

Considerando-se que o método em si é adequado, constitui-se em ação de grande importância tratar os critérios de maneira que possam ser corretamente entendidos, testados e, eventualmente, utilizados. Para permitir que se conheça tal metodologia, este texto contemplará o seguinte roteiro: antecedentes históricos, conceituação dos elementos requeridos na apuração ao

RER, diferentes entendimentos dos critérios. exemplificação do cálculo do RER e conclusões.

### Antecedentes Históricos

O tema não se constitui em novidade conceitual, já que vem sendo tratado desde longa data, contudo, e evidente que durante muito tempo a grande preocupação aos autores estava restrita a contribuições conceituais, sem se ater a aplicação das mesmas, o que dificultou a sua aceitação e propagação. Atualmente, a visão mais pragmática permite a aplicabilidade, discussão e mesmo o aperfeiçoamento da metodologia.

David Ricardo, cuja obra apresenta vivências do final do século XVIII e do início do século XIX. e citado como um dos primeiros a se aproximar da figura do RER. Discordando das abordagens de Adam Smith, ele considerou:

“Algumas minas de carvão, embora vantajosamente localizadas, não podem ser exploradas por serem pobres, A produção não compensa os gastos. Elas não proporcionam nem lucro nem renda. Existem algumas cuja produção proporciona o estritamente necessário para pagar o trabalho e repor, conjuntamente com os lucros correntes, o capital empregado na sua exploração. Elas proporcionam algum lucro para quem as explora, mas não proporcionam renda ao proprietário. Elas não poderão ser exploradas sem prejuízo a não ser pelo proprietário que, explorando diretamente a mina, obtém o lucro normal pelo capital nela aplicado (...). O proprietário não permitiria que ninguém as explorasse sem pagar certa renda, mas ninguém teria condições de pagá-la.”(Ricardo, 1982. p.222).

Muito embora Ricardo não esteja preocupado com diferenciação de recursos, ele trata a remuneração do capital empregado sob a forma de capital operacional (no caso a mina), com uma clara visão de utilização de recursos.

Schmalenbach (1961, p.l 80) trata o tema, calculando o custo do capital próprio como um componente a ser identificado no cálculo do lucro do período.

Marshall é citado por Copeland (1995, p. 149) como sendo aquele que definiu o conceito de resultado econômico. Em 1890, ele assim expressou o importante conceito :“ *What remains of his (the owner or manager's) profits after deducting interest on his capital at the current rate may be called his earnings of undertaking or management*”.

Como se percebe, Marshall não estava questionando quais elementos deveriam ser expurgados dos valores contábeis, mas sim considerava necessário o tratamento do custo de capital a ser aplicado sobre o resultado contábil apurado. Em outras palavras, os critérios para o seu cálculo deixam de ser seu objetivo de tratamento, embora ele perceba a necessidade de apurar resultado após a consideração de remuneração de todos os agentes. Tais critérios, serão objeto de análise no tem que tratará sobre as diferenças existentes a partir de observações dos autores citados, e

---

<sup>1</sup> Em se tratando de um conceito vital ao adequado entendimento do tema, por uma questão de possibilitar maior transparência, o texto não foi traduzido

---

proposição do autor deste artigo.

Anthony, desenvolveu o critério do *Residual Income (RI)*, posteriormente utilizado pela *General Electric* na década de 50, usando os conceitos de apuração de resultado em que a remuneração pelo capital investido era um clara percepção em termos de objetivo a se atingir. Ele definiu o **RI** como sendo um valor que se obtém ao subtrair do lucro o custo do capital investido, tal custo de capital é obtido mediante a multiplicação do valor dos ativos empregados por uma dada taxa<sup>2</sup> (1984. p.344). Como se percebe, analisando a obra de Anthony, tal taxa não é o custo ponderado de capital (1984, p. 355), mas sim uma taxa próxima, que possa até diferenciar os vários riscos implícitos nos ativos da empresa.

Constitui-se em árduo trabalho identificar a seqüência cronológica do desenvolvimento dos conceitos, haja vista a existência de depoimentos próprios difíceis de serem comprovados e diferentes formas de exteriorização desses mesmos conceitos. Para fins deste artigo, o autor optou pela seqüência de publicações de livros como referencial cronológico, ignorando a existência de prováveis artigos que possam anteceder tais livros publicados.

Nesta linha de raciocínio, Rappaport, em 1986 publica sua obra *Creating Shareholder Value*<sup>3</sup>. obra em que propõe metodologia para apuração do Resultado Econômico (por ele denominado *Shareholder Value Added*), muito embora ele mesmo não se classifique como tal (1998. p.122). Seu tratamento, em termos de modelo matemático, e de grande detalhamento e profundidade, sendo reconhecido como um importante passo dentro das pesquisas sobre o tema.

Apesar de argumentar que desde o final da década de 60 estaria envolvido com o tema, principalmente no que se refere ao conceito de fluxo de caixa livre. Stewart, só em 1991, Lança o livro *The Quest of Value*, a partir de uma abordagem relativamente simplificada da aplicação de conceitos relacionados com o Resultado Econômico Residual. O fato de, como analista externo, ter apurado os resultados das empresas americanas<sup>4</sup> deu um impulso muito grande à metodologia, já que isso não era adequadamente explorado, O termos *Economic Value Added (EVA)* e *Market Value Added (MVA)* são por ele cunhados e patenteados, sendo citado Rappaport, o primeiro acadêmico a apoiar a abordagem. A implantação da metodologia na Coca-Cola foi um passo importante na fase do depoimento sobre a eficácia da metodologia e o sucesso atingido por tal empresa foi particularmente atribuído à adequação do **EVA**.

Em 1995. Copeland lança seu livro *Valuation: measuring and managing the value of companies*, em que retoma as abordagens de Stewart e amplia a utilidade para a metodologia.

Em 1995, a *Tillinghast-Towers Perrin* (Niedzielski, 1995. p. 4) desenvolve uma pesquisa no ambiente norte-americano e afirmou que cerca de 7% das empresas participantes da sua amostra utilizavam o **EVA** como medidor de desempenho., enquanto cerca de 14% utilizavam a metodologia para análise de investimentos.

---

<sup>2</sup> Tradução-livre feita pelo autor deste artigo.

<sup>3</sup> Obra revisada, em nova edição de 1998.

<sup>4</sup> Trata-se de análise das 1000 maiores empresas dos Estados Unidos

### **Conceituação dos Elementos Requeridos na Apuração do Resultado Econômico Residual (RER)**

De maneira simplificada, o **RER** é aquilo que sobra **para a empresa** depois que ela remunera, paga, retorna, recursos consumidos no seu processo, Tal remuneração/pagamento /retorno envolve o acionista, instituições financeiras, fornecedores, empregados e prestadores de serviços. O cálculo do **RER** é desenvolvido a partir da apuração das seguintes figuras: **(RODIR/ CI-CPCE) x CI**, onde pode-se conceituar:

#### **1. Resultado operacional depois do imposto de renda (RODIR):**

Corresponde ao resultado apurado a partir do resultado líquido contábil após o imposto de renda e devidamente ajustado pelos valores a expurgar, tais como:

- despesas de juros líquidos dos efeitos do imposto de renda derivado da existência das despesas de juros;
- apropriações de gastos que já ocorreram no passado e que possam ter benefício futuro; e
- provisões cuja perspectiva de afetar o caixa seja próximo de zero.

Por sua vez, a depreciação não é expurgada do resultado, porque corresponde à figura da amortização econômica e deve ser recuperada. Se fosse expurgada revelaria o nível de margem que não seria suficiente para repor os investimentos feitos no imobilizado.

#### **2. Capital investido (CI)<sup>5</sup>:**

Corresponde aos recursos necessários para que a organização possa desenvolver suas atividades operacionais. Considera-se que o grau de eficiência a obter seja função do desempenho na gestão dos elementos contidos. Pode ser calculado tanto pelo critério de identificação dos investimentos feitos na operação (capital de giro operacional adicionado ao permanente menos os passivos não onerosos de longo prazo), como também pelos financiamentos obtidos (empréstimos de curto e longo prazos, provisões e patrimônio líquido). Os gastos já incorridos, tais como pesquisa e desenvolvimento apropriados ao resultado e que ainda não geraram produtos a faturar, deveriam voltar para o Ativo, de maneira capitalizada (Stewart. 1991, p. 29). Por sua vez, a amortização do *goodwill* (Stewart 1991, p. 25), por exemplo, deve ser apurada e deve ser adicionada ao investimentos<sup>6</sup>; e

#### **3. Custo ponderado de capital da empresa (CPCE):**

Composto pela ponderação dos recursos que financiam as operações da organização, tanto recursos próprios como de terceiros. No que se refere aos recursos próprios, ou seja, adequados que estão no Patrimônio Líquido, são considerados à luz do risco existente, sendo que o retorno deve recompensar o investidor pelo risco incorrido, diferenciado por meio do beta apurado.

O **MVA** corresponde à diferença entre o Valor de Mercado da empresa menos o Capital

---

<sup>5</sup> Traduzido literalmente em função de se constituir, em inglês, num termo consagrado.

<sup>6</sup> comentário do autor citado refere-se exclusivamente à realidade de seus pais, em que tais valores são tratados como gastos do período e não capitalizados. No caso brasileiro, é possível encontrar esse tratamento e outro, que trata Pesquisa e Desenvolvimento como gasto capitalizado.

## Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual

Investido. Corresponde, no entender de Stewart, ao fluxo de **RER's** projetados para o futuro, trazidos a valor presente e ajustados pelos valores não operacionais e mesmo capital de giro financeiro. Esse indicador tem serventia ao identificar as empresas que o mercado considera como criadoras de riqueza (valor) para a organização, separando-as daquelas que o mercado não considera como criadoras de riqueza.

### Diferentes Entendimentos dos Critérios

Como citado, a abordagem de análise de valor, denominada **RER**, engloba várias vertentes que possuem grandes semelhanças e algumas divergência. Entender as divergências é uma das dificuldades encontradas, quando se pretende desenvolver a metodologia em uma dada organização. Já que o **RER** constitui-se em um elemento que se diferencia daqueles por eles usualmente conhecidos. Em outras palavras, ele não é exatamente fluxo de caixa, nem mesmo resultado contábil. O importante em termos de critério é que o **RER** deve se aproximar do caixa gerado (ou a ser gerado) em dado horizonte. Para obtê-lo, certos ajustes devem ser feitos ao resultado contábil, o que será o ponto de partida para chegar ao Resultado Operacional Depois do Imposto de Renda - **RODIR**.

Dessa forma, a metodologia tem que recorrer a base de dados da contabilidade para obter as informações básicas e, a partir dela, efetuar ajustes, Levando em conta que, a obtenção do resultado possa refletir a geração de riqueza da organização, o Quadro 2 reflete a opinião de autores que tratam o tema, em alguns casos, divergindo suas opiniões sobre o que deve ser ajustado para permitir a obtenção do resultado econômico. Dentre os que mais contribuíram para tal, foram escolhidos Stewart e Copeland.

<b>Elementos</b>	<b>Stewart</b>	<b>Copeland</b>	<b>Proposta</b>
Despesas de Juros de curto e longo prazo	Somar ao lucro líquido contábil	Critério igual ao apresentado por Stewart	Critério igual ao apresentado para Stewart
Impacto do imposto de renda sobre os juros de curto e longo prazos	Subtrair do resultado considerando o efeito sobre despesas	Subtrair do resultado considerando o efeito sobre receitas e despesas	Critério igual ao apresentado para Stewart
Apropriação da Depreciação	Não altera o resultado contábil	Critério igual ao apresentado p/ Stewart	Critério igual ao apresentado para Stewart
Amortizações de ativos com vida útil formalmente definitiva	Omitido	Não altera o resultado contábil	Não altera o resultado contábil
Provisões com baixo potencial de concretização	Somar ao lucro líquido contábil	Critério igual ao apresentado por Stewart	Critério igual ao apresentado por Stewart
Provisões que, em decorrência do tempo podem se concretizar	Omitido	Omitido	Não altera o resultado contábil
Gastos com pesquisa e	Somar ao líquido	Excluir tanto o valor	Critério igual ao

## Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual

desenvolvimento	contábil	do ativo como a parcela que foi para resultado	apresentado por Stewart
Receitas financeiras	Omitido	Excluir do lucro líquido contábil	Não altera o resultado contábil
Amortização do Goodwill <sup>7</sup>	Somar ao lucro líquido contábil	Excluir tanto o valor do ativo como a parcela que foi para resultado	Critério igual ao apresentado por Stewart
Leasing operacional levado a resultado	Omitido	Apitalizar e apropriar depreciação	Não altera o resultado contábil
Equivalência patrimonial	Omitido	Omitido	Somar ao lucro líquido contábil <sup>8</sup>
Resultados não repetitivos <sup>9</sup>	Omitido	Somar ao lucro líquido contábil	Somar ao lucro líquido contábil
Ajustes nos custos e estoques	Ajustes do tipo FIFO para médico somados ao lucro contábil	Omitido	Somar ao lucro líquido contábil, quando não indica potencial de caixa

Quadro 2: Diferentes Abordagens dos Estudiosos do Tema Valor Residual

Complementando, o autor deste artigo incluiu uma coluna (intitulada de "Proposta") para expressar a sua opinião sobre o tratamento de algumas linhas em que diverge do entendimento dos autores mencionados. Como se percebe, nos pontos destoantes se circunscrevem: as receitas de juros, as amortizações de ativos com vida útil formalmente definida (patentes e *franchising*), os gastos com pesquisa e desenvolvimento, o *goodwill*, o *leasing* operacional, a equivalência patrimonial e os ajustes nos estoques.

As divergências de critérios, como decorrência do próprio cálculo do **RODIR**, também podem afetar a apuração do capital investido. O capital indica os recursos que foram aplicados na organização e que devem produzir os benefícios de geração de riqueza. Pode ser calculado a partir dos recursos propriamente ditos, por exemplo: capital de giro operacional+ realizável + permanente - passivo não oneroso de longo prazo, ou então, a partir do seu complementar em termo de contas de balanço, tais como: empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, patrimônio líquido e provisões. Nesse sentido, o Quadro 3 tem por objetivo identificar algumas das contas mais importantes.

Elementos	Steward	Copeland	Proposta
Investimentos no	Omitido	Considerado como	Considerado como

<sup>7</sup> Na realidade, o tratamento a ser dado para esse tipo de ativo requer uma análise mais apurada e especificada para caracterizar sua amortização em função de uma data expectativa de vida útil.

<sup>8</sup> Embora se considere como critério geral, a única forma de se dispor de critério que faça sentido é considerar cada caso isoladamente: uma empresa que não tenha a distribuição de dividendos durante certo espaço de tempo estará se caracterizando frente ao critério.

<sup>9</sup> Quando o resultado futuro for projetado, deve ser excluído tanto o resultado não operacional como o não repetitivo.

**Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual**

mercado financeiro		não operacional, reduzindo os empréstimos	resultado operacional deixado, no investimento
Despesas pré-pagas apropriadas	Omitido	Omitido	Voltar valores para o ativo
Leasing operacional pago	Omitido	Capitalizar	Não se altera

Quadro 3: Diferentes Abordagens dos Estudiosos do Tema Capital

### Exemplificação do Calculo do RER

Tendo em vista permitir o entendimento da metodologia, foi elaborada exemplificação em que são calculadas as várias alternativas de critérios apresentados. Para tanto, demonstração de resultados e balanço apresentados em moeda de mesmo poder aquisitivo se constituem em requisitos iniciais (quadro 4 e 5).

<b>Demonstração do Resultado do Período</b>	
<b>R\$ em moeda de poder aquisitivo de 31/12/x1 x1</b>	
<b>Receita Líquida</b>	<b>6.500</b>
(-) Custo de produtos vendidos	4.100
(-) Provisão para ajustes	50
(-)Gastos com pesquisa e desenvolvimento	30
<b>Lucro Bruto</b>	<b>2.320</b>
<b>(-) Despesas:</b>	
Salários e encargos	600
Gastos com Comunicação	300
Provisão para devedores duvidosos	30
Provisão para contingências	60
Equivalência patrimonial	200
Outras despesas	30
<b>Total</b>	<b>1.200</b>
<b>Resultado Operacional</b>	<b>1.100</b>
(+) Outras receitas (+) e despesas (-)	35
(-) juros sobre o capital próprio	35
(+) Receitas de juros	40
(-) Despesas de juros	118
<b>Resultado antes do IR</b>	<b>757</b>
(-)IR	250
<b>Lucro Líquido após IR</b>	<b>507</b>

Quadro 4

**Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual**

<b>Balanço Patrimonial</b>		
<b>R\$ (em moeda de poder aquisitivo de 31/12/x)</b>	<b>31/12/x0</b>	<b>31/12/x1</b>
<b>Ativo</b>		
Caixa	1	1
Investimentos no mercado Financeiro	200	35
Contas a receber	250	270
- Provisão para devedores	-10	-40
Estoques	500	420
- Provisão para desvalorização de estoques	-10	-15
Outros circulantes	100	100
<b>Total Ativo Circulante</b>	<b>1.031</b>	<b>771</b>
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
Investimentos em Controladas	2.000	2.200
Imobilizado Bruto	6.680	6.970
Depreciação Acumulada	-2.650	-3.330
Diferido	300	270
<b>Total Permanente Líquido</b>	<b>6.330</b>	<b>6.110</b>
<b>Total do Ativo</b>	<b>7.411</b>	<b>6.931</b>
<b>Passivo e Patrimônio Líquido</b>		
Fornecedores	450	450
Empréstimos	2.341	876
Outras contas a pagar	134	250
Provisão para contingências	200	260
Impostos a pagar	21	250
Outros passivos de curto prazo	15	18
<b>Total passivo circulante</b>	<b>3.161</b>	<b>2.104</b>
<b>Passivos não Onerosos de Longo Prazo</b>	<b>50</b>	<b>60</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>500</b>	<b>560</b>
	<b>3.700</b>	<b>4.207</b>
<b>Total Passivo de Patrimônio Líquido</b>	<b>7.411</b>	<b>6.931</b>

Quadro 5

O Quadro 6 apresenta o cálculo comparativo do **RODIR**, figura essencial para se obter o percentual de retorno operacional da entidade. O cálculo é iniciado pelo Lucro líquido da entidade, sendo efetuados os vários ajustes apresentados, conforme cada estudioso. O critério considerado foi aquele em que foram identificadas as definições de cada um deles. Nos casos omissos, ou seja, não tratados pelo autor, foi considerado que inexistiram ajustes ao lucro líquido.

Evidentemente que, o impacto sobre o resultado depende da magnitude dos elementos que possam trazer interpretação divergente, mas os cálculos demonstram, ao menos para o exemplo numérico apresentado, que a amplitude da variação dos resultados pode ser muito significativa.

**Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual**

Em \$ 1000	Copeland	Stewart	Proposta
<b>Lucro Líquido</b>	507	507	507
+ Despesas de juros	118	118	118
(-) Ir sobre juros	-39	-39	-39
+ Juros sobre o capital próprio	300	300	300
(-) Ir sobre juros	-99	-99	-99
-Receita de juros	-40	-	-
(+) Ir sobre juros	13	-	-
+ Ajustes de estoques	-	50	50
+ Devedores duvidosos	30	30	30
+Provisão contingências	60	60	60
-Receita de Equivalência patrimonial	-	-	-200
+ Pesquisa e desenvolvimento	30	30	30
<b>= RODIR</b>	<b>880</b>	<b>957</b>	<b>757</b>

**Quadro 6 – Apuração do RODIR**

No quadro 7 foram demonstrados os impactos dos diferentes critérios para o cálculo do capital investido no negócio. Pode-se perceber a possibilidade de existirem ajustes feitos no **RODIR** mais significativos do que aqueles que são feitos no Capital Investido (CI)

Em \$1000	Copeland	Stewart	Proposta
<b>+Disponibilidades</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>+Investimento no mercado financeiro</b>	<b>-</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
<b>+Contas a receber líquidas</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>
<b>+Provisão para devedores duvidosos</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>+Estoques líquidos</b>	<b>490</b>	<b>490</b>	<b>490</b>
<b>+Provisão para ajuste de estoques</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>+Outros ativos</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>= Ativo Circulante</b>	<b>851</b>	<b>1.051</b>	<b>1.051</b>
<b>+Fornecedores</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>450</b>
<b>+Contas a pagar</b>	<b>134</b>	<b>134</b>	<b>134</b>
<b>+Provisão para contingências</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
<b>+Provisão para contingências</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
<b>+Imposto a pagar</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>+Outros passivos de curto prazo</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>=Passivo Circulante</b>	<b>620</b>	<b>620</b>	<b>620</b>
<b>=Ativo circulante – Passivo Circulante</b>	<b>231</b>	<b>431</b>	<b>431</b>
<b>+Realizável a longo prazo</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>+Permanente líquido</b>	<b>6.330</b>	<b>6.330</b>	<b>6.330</b>
<b>-Passivo Não Oneroso de Longo Prazo</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>50</b>
<b>=Capital Investido</b>	<b>6.561</b>	<b>6.761</b>	<b>6.761</b>

**Quadro 7 – Apuração do Capital pela ótica Operacional**

A taxa de retorno (quadro 8) é uma consequência da divisão RODIR pelos recursos que a entidade teve a sua disposição para operara no período (Capital investido).

## Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual

Embora o retorno seja importante, mais importante do que ele é o spread, ou seja, a diferença entre a taxa de retorno obtida e o custo ponderado de capital incorrido (Quadro 9). Quanto maior o spread (Quadro 10), maior a condição de retorno a obter.

	Copeland	Stewart	Proposta
Em \$1.000			
<b>RODIR</b>	880	957	757
Capital inicial	6.561	6.761	6.761
<b>R</b>	13,4%	14,1%	11,2%

**Quadro 8 – Apuração da Taxa de Retorno (R)**

	Taxa	Beta	Prêmio
	7,0%	1,1	6,0%
<b>Custo ponderado de capital</b>			<b>13,6%</b>
		Target	Custo
Capital próprio		42,0%	13,6%
Capital terceiros		58,0%	9,5%
<b>Custo ponderado</b>		<b>100,0%</b>	<b>11,2%</b>

**Quadro 9 – Apuração do Custo Ponderado de Capital**

O cálculo do resultado **RER** é demonstrado no Quadro 10, onde se percebe a influência dos critérios sobre o resultado final. Dessa maneira, ao deixar de considerar um dado elemento (a receita financeira, por exemplo), o impacto no resultado é desfavorável. Por outro lado, ao ignorar o efeito da equivalência patrimonial, por exemplo, o resultado se torna superestimado no que se refere a uma versão que a trata como não caixa.

	<i>Copeland</i>	<i>Stewart</i>	<i>Proposta</i>
Em \$ 1.000			
Capital inicial	6.561	6.761	6.761
R (retorno)	13,4%	14,1%	11,2%
Custo Ponderado de Capital	11,2%	11,2%	11,2%
<i>Spread</i>	2,2%	2,9%	,0%
<b>RER do ano</b>	<b>144</b>	<b>196</b>	<b>-1</b>

**Quadro 10 - Apuração do RER**

Ao analisar as três projeções, o tomador de decisão pode chegar à conclusão que a organização teve um ótimo desempenho (critério Stewart ou Copeland) ou então apenas se manteve “viva” (critério: Proposta), dependendo do encaminhamento adotado. A rigor, o fundamental nesse caso é que o responsável pelo seu cálculo tenha desenvolvido a sua modelagem refletindo a realidade da entidade e mantendo a consistência ao longo do tempo.

## Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual

A projeção de resultados futuros deve ser feita de maneira muito mais profunda e detalhada do que o exemplo contido no Quadro 11 contido, apenas para fechar o exemplo, em termos de potencial da metodologia, o resultado apurado em um dado exercício foi repetido, o fluxo futuro foi descontado pela taxa de custo de oportunidade da empresa e os ajustes foram feitos (ativos e passivos financeiros foram considerados). A comparação do resultado projetado (valor intrínseco) com o valor do mercado permite apurar o **MVA**, que indica o distanciamento entre a estratégia prevista da empresa e a percepção/aceitação do mercado (matematicamente é calculado a partir da diferença entre o valor de mercado e o capital investido, em bases unitárias). Quanto maior for esse valor, melhor para a entidade do ponto de vista da confiança e perspectiva de aumento de valor. Quanto mais negativo for, pior, já que revela percepção desfavorável em relação ao poder de gestão dos executivos.

Em R\$1.000		<i>Copeland</i>	<i>Stewart</i>	<i>Proposta</i>
Período	Fator			
RER do ano 1	1.000	144	196	-1
RER do ano 2	0,899	129	176	-1
RER do ano 3	0,808	116	158	-1
RER do ano 4	0,727	105	142	-1
RER do ano 5	0,653	94	128	-1
Perpetuidade do RER a valor presente	0,653	840	1.156	-9
Soma		1.426	1.956	-14
Ajustes:				
+ Investimentos no mercado financeiro		200	-	-
- Empréstimos CP		-2.341	-2.341	-2.341
- -Empréstimos LP		-500	-500	-500
+ Capital inicial		6.561	6.761	6.761
=Valor da entidade para acionista		5.348	5.876	3.906
Numero de ações (em milhares)		100	100	100
Valor unitário da ação (intrínseco)		53,48	58,76	39,06
Valor unitário cotado no mercado		35,00	35,00	35,00
<b>MVA</b> (Market Value Added) – aceito pelo mercado		-30,61	-32,61	-32,61
<b>MVA</b> (Market Value Added) – visto pelo analista		18,48	23,76	4,06

Quadro 11 – Apuração Do Retorno Econômico Residual Futuro

## Conclusões

Algumas conclusões/recomendações gerais ser oferecidas aos leitores deste artigo:

1. Muito embora seja algo que não é novo em termos de concepção, haja vista a presença de tais conceitos na abordagem do controle gerencial da *General Eletric*, na década de 50 por exemplo, o tema tem sido tratado de maneira pouco entusiástica. Isso ocorre, principalmente, pelo fato de serem requeridos critérios que podem trazer diferentes interpretações, o que faz com que muitos profissionais não se sintam confortáveis frente à possibilidade de auditar e repetir tais fenômenos de maneira a não produzir distorções: entretanto, como se percebe, no tem que mostrou as diferentes abordagens de cálculos do **RER**, a metodologia é de grande utilidade no lado interno da empresa, pela possibilidade de separação da análise de desempenho em **retorno operacional, custo do capital e investimentos efetuados**. Por outro lado, permite que sejam desenvolvidas também análises externas à empresa, possibilitando gerenciar o valor da ação, pelo relacionamento entre valor do mercado, Capital Investido (CI) e *MVA*:
2. Os critérios de estruturação da metodologia podem se converter em elementos simples ou complexos, dependendo das operações e conseqüentes contabilizações, daí derivando maior clareza ou dificuldade de entendimento. Contudo, ainda que mais complexo e, às vezes, arbitrário, o simples fato de considerar o custo de capital da organização seria o suficiente para proporcionar subsídios de grande utilidade para o gerenciamento do resultado, constituindo-se em importante instrumento para redução/eliminação da ambigüidade e dubiedade dos resultados a atingir:
3. A análise e o estabelecimento dos critérios para a apuração do **RER** devem levar em conta as peculiaridades de cada organização, requerendo definições provenientes do julgamento dos profissionais da empresa sobre a sua realidade. Nos exemplos numéricos apresentados, ficou patente o potencial de dispersão que diferentes critérios podem trazer à gestão da organização. Por se tratar de metodologia que, cada vez mais, terá relacionamento com avaliação de desempenho, não apenas a busca pelos critérios mais corretos, mas também o "disclosure interno", se faz necessário para que a entidade tenha amplos benefícios pela utilização do ferramental:
4. Considerar, tanto para decisões de investimento como análise de desempenho, ou mesmo análise externa, conceitos de faixa de variação no lugar de abordagem pontual, isto significa dizer que a entidade possa ter custo de capital oscilando entre 9 e 1100, por exemplo, o que deve gerar **RER** entre \$x e \$y; e
5. Como conseqüência da variabilidade e forte impacto do julgamento sobre a definição dos critérios, a utilidade da metodologia como base para a análise externa a entidade (publicações de ranking, por exemplo) é mais propensa a divergências e críticas do que a utilidade interna, como instrumento de gestão e avaliação de desempenho.

### Resumo

O artigo discorre sobre a avaliação de empresas, considerando as várias metodologias disponíveis e detendo-se especificamente sobre uma delas, aqui denominada, Resultado Econômico Residual -**RER**. Tal metodologia, longe de ser uma novidade, e algo que vem sendo discutido durante muito tempo, tendo recebido muitas contribuições desde o início do século XIX. O ponto forte da

## Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual

metodologia consiste na sua simplicidade conceitual e abrangência lógica, possibilitando a avaliação do desempenho operacional, financeiro e do montante de investimentos. Por outro lado, a sua grande vulnerabilidade é a necessidade de critérios de ajustes, que podem se tornar subjetivos face às peculiaridades encontradas nas organizações.

A metodologia pode ser usada para a análise interna de direcionamento de investimentos, avaliação de desempenho interna e análise externa. Pelas suas características, a última abordagem é aquela que maiores imperfeições pode gerar.

### Referências Bibliográficas

**ANTHONY, Robert N., DEARDEN, John. BEDFORD, Norton.** *Management control systems*. NewYork: Irwin, 1984.

**BACIDORE. Jeffrey, BOQUIST, John. MILBOUN, Todd &THAKOR.** Anjan.The search for the best financial performance measure. *Financial Analyst Journal*, May/June, 1997.

**COPELAND. Tom et alii.** *Valuation: measuring ano managing the value of companies*. New York: **Wiley**, 1.995.

**HENDRIKSEN, Eldon & BREDA. Michael.** *Accounting theory*. 5. ed. Boston: Irwin. 1992.

**NIEDZIELSKI, Joe.** *Better new business appraisal needed by CEOs*. Cincinnati: National Underwriter Life & Health Financial Sevices, 1995.

**RAPPAPORT, Alfred.** *Creating shareholder value*. NewYork: Free Press, 1998.

**RICARDO, David.** *Princípios de economia política e tributação*. São Paulo: Editora Victor Civita, 1982.

**SCHMALENBACH, E.** *Le bilan dynamique*. Dunod. Paris, 1961.

**STEWART, G.Bennett. III.** *The quest for value*. New YorK: Harper Business. 1091.

**VAN HORNE, James.** *Financial management & policy*. 10th ed. London: Prentice Hall, 1995.

O autor agradece a Fundação de Amparo a Pesquisa do Estado de São Paulo — FAPESP e ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico — CNPq pelo apoio financeiro.