

Gualter Portella

Professor da Universidade Católica de Brasília (UCB) e da Universidade de Brasília (UnB)

Master of Arts in Accounting and Finance - Lancaster University (England)

Analista de Finanças e Controle do Tribunal de Contas da União

Introdução

Nestes últimos anos, os mercados de capitais e financeiro têm sido invadidos por sistemas de administração financeira baseados no conceito de lucro residual. As firmas de consultoria financeira apresentam o lucro residual - rebatizado sob o nome de EVA® (*Economic Value Added*) ou Lucro Econômico - como instrumento de avaliação econômico-financeira, alinhamento dos interesses de acionistas e administradores e mensuração de performance empresarial. Por esta multifuncionalidade, estes sistemas têm alcançado altos índices de popularidade junto ao empresariado.

Entretanto, pouco tem-se falado sobre a base teórica desses sistemas de gerenciamento financeiro que liga os fundamentos de finanças com a disciplina contábil, sendo que é justamente este elo o que os têm tornado tão populares. Afinal de contas, a Contabilidade é conhecida como a linguagem dos negócios e por intermédio de seu vocabulário específico são comunicados os desempenhos atuais e as expectativas em relação ao desempenho futuro das empresas. Por exemplo, os executivos utilizam-se de indicadores como o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) ou margem de lucros para avaliar e comunicar a performance atual de suas empresas. Mesmo dentro de uma visão prospectiva, a cúpula empresarial prefere comunicar as metas para os períodos seguintes em termos de lucros previstos, a utilizar o jargão estritamente financeiro dos fluxos de caixa futuros.

O objetivo deste artigo é clarificar os fundamentos teóricos que estabelecem o elo entre Contabilidade e Finanças e, ao mesmo tempo, sustentam o lucro residual como ferramenta prática de avaliação econômico-financeira e mensuração de performance de empresas, bem como tecer observações sobre sua aplicação prática e as propriedades econômicas do

método das partidas dobradas expostas pela aplicação do lucro residual.

Estrutura Conceitual

Desde o início da década de 80, o mundo das finanças tem testemunhado a explosão de uma literatura dirigida à análise da criação de valor para o acionista. Inicialmente calcada, exclusivamente, no modelo do fluxo de caixa descontado - vide Rappaport (1986) - desenvolvido por Miller & Modigliani (1958), esta literatura, nos anos 90, redirecionou sua abordagem e passou a utilizar o lucro residual - sob a forma de EVA® ou Lucro Econômico - como substituto do fluxo de caixa.

Esse redirecionamento deve-se, em grande parte, ao modelo desenvolvido por James Ohlson e publicado em 1990. Este modelo inicia-se pelo conceito amplamente aceito no mundo das finanças de que o preço das ações de uma empresa que tenha seus papéis negociados em bolsas de valores é formado pelo valor presente de todos os seus dividendos futuros esperados - fluxo de caixa livre para o acionista - utilizando-se uma taxa de retorno apropriada que pode ser estimada com a aplicação do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). O modelo do fluxo de caixa descontado é dado pela seguinte expressão:

$$V_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R^{-\tau} E_t [d_{t+\tau}] \quad (1)$$

onde V_t é o valor de mercado das ações de uma companhia ao final do ano t , $d_{t+\tau}$ são os dividendos futuros que se espera que sejam pagos ao final do ano $t+\tau$, $E_t[\cdot]$ são as expectativas ao final do ano t , e R é a taxa de retorno requerida (custo de capital) mais 1.

Para que se pudesse fazer uso da informação contábil para avaliação econômico-financeira, dentro da estrutura do modelo do fluxo de caixa descontado, Ohlson (1990) agregou ao seu modelo a definição de

lucro contábil baseado no conceito de *clean surplus* que impõe que todas as transações que, com exceção das operações com acionistas, modifiquem o patrimônio líquido da companhia passem pelas contas de resultado. Dentro desta idéia de *comprehensive income*, ajustes de exercícios anteriores e reavaliações deveriam transitar pelo resultado do exercício. Esta restrição incorporada ao modelo é representada pela seguinte expressão:

$$p_t = p_{t-1} + l_t - d_t \quad (2)$$

na qual p_t é o patrimônio líquido da empresa ao final do ano t , p_{t-1} é o patrimônio líquido da empresa ao final do ano $t-1$, l_t é o lucro da empresa ao final do ano t e d_t são os dividendos - aqui entendidos como fluxos de caixa livres para o acionista - distribuídos ao final do ano t .

Buscando tornar o lucro contábil mais relevante dentro de uma perspectiva econômica e ao mesmo tempo fazê-lo congruente com o modelo do fluxo de caixa descontado, a definição de lucro residual de John Hicks (1946) é também incorporada por Ohlson. Pela definição de lucro n° 3 de Hicks, o lucro "deve ser definido como o montante máximo de dinheiro que o indivíduo pode gastar esta semana e ainda ter expectativa de ser capaz de gastar o mesmo montante em termos reais na semana seguinte". A definição de lucro residual - lucro menos o custo de capital - é representada pela seguinte expressão:

$$l_t^a = l_t - (R - 1)p_{t-1} \quad (3)$$

na qual l_t^a é o lucro residual ao final do ano t , l_t é o lucro contábil ao final do ano t , R é a taxa de retorno requerida pelo capital investido mais 1 e p_{t-1} é o patrimônio líquido ao final do ano $t-1$.

Rescrevendo-se a equação (3) para expressá-la em termos de lucro contábil ao final do ano t , chega-se à expressão:

$$l_t = l_t^a + Rp_{t-1} - p_{t-1} \quad (4)$$

Substituindo-se l_t da expressão (2) pelo termo direito da expressão (4), a expressão do *clean surplus* pode ser rescrita da seguinte maneira:

$$d_t = l_t^a + Rp_{t-1} - p_t \quad (5)$$

O derradeiro passo do modelo proposto por Ohlson é, então, encaixar a expressão (5) que denota o fluxo de caixa livre para os acionistas - representado por d_t - em termos de lucro residual no modelo de capitalização de dividendos (fluxo de caixa descontado) de Miller & Modigliani. Substituindo-se $d_{t+\tau}$, na expressão (1), pelo termo direito da expressão (5) chega-se à conclusão de que o valor de mercado das ações da empresa é igual ao seu patrimônio líquido somado ao valor presente dos lucros residuais que se espera obter no futuro. Na expressão (6) abaixo, que é apenas uma versão expandida da expressão (1), espera-se que a empresa pague dividendos anuais ao final de cada ano e , então, liquide a empresa no ano T mediante a distribuição de todo o seu patrimônio líquido, p_T , que seria representada por um saldo de caixa positivo a ser pago como dividendo final. A expressão (6) é idêntica ao cálculo do valor das ações pelo modelo de capitalização de dividendos (fluxo de caixa descontado), sendo que V_t é o valor presente dos dividendos - inclusive o final, p_T - que se espera que sejam pagos durante o período que vai do final do ano $t+1$ ao final do ano T , inclusive:

$$V_t = E_t[d_{t+\tau}]R^{-1} + E_t[d_{t+\tau}]R^{-2} + \dots + \dots + E_t[d_{t+\tau}]R^{-(T-t)} + E_t[p_T]R^{-(T-t)} \quad (6)$$

Substituindo-se a expressão (5) na (6), obtém-se:

$$V_t = E_t[l_{t+1}^a + Rp_t - p_{t+1}]R^{-1} + E_t[l_{t+2}^a + Rp_{t+1} - p_{t+2}]R^{-2} + \dots + \dots + E_t[l_T^a + Rp_{T-1} - p_T]R^{-(T-t)} + E_t[p_T]R^{-(T-t)} \quad (7)$$

Cancelando-se os termos redundantes, a expressão torna-se:

$$V_t = p_t + E_t[l_{t+1}^a]R^{-1} + E_t[l_{t+2}^a]R^{-2} + \dots + E_t[l_T^a]R^{-(T-t)} \quad (8)$$

Assim, o valor de mercado das ações da empresa é igual ao seu patrimônio líquido somado ao valor presente dos lucros residuais que se espera obter no futuro. Em outras palavras, o valor da companhia é determinado mediante uma combinação de seu valor contábil - apurado em conformidade com os princípios da oportunidade e competência - com o *goodwill*, na forma de lucros residuais futuros, ainda não reconhecido pela Contabilidade pois que é apenas expectativa de mercado. A expressão (8) estabelece a relação entre o valor de mercado das ações da empresa e o produto da apropriação contábil de receitas e despesas. Esta expressão será válida para quaisquer conjuntos de regras de mensuração do lucro que sejam consistentes com a convenção do *clean surplus*. Note-se que se a expectativa é de que a empresa tenha vida infinita, a expressão (8) pode ser rescrita da seguinte forma:

$$V_t = p_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t[l_{t+\tau}^a]R^{-\tau} \quad (9)$$

Para que se possa ilustrar a natureza geral da expressão (9) que permitiu que o modelo de Ohlson

passasse a ser utilizado como instrumento substituto perfeito do fluxo de caixa descontado na análise investimentos, tomemos o exemplo abaixo em que uma empresa é criada ao final do ano 0 com a integralização de R\$ 150 milhões em equipamentos para produzir balões para festas. A expectativa é de que a empresa venderá R\$ 80,3 milhões em balões nos anos 1, 2 e 3. Os custos previstos - R\$ 20 milhões - são despesas gerais que incluem energia e pessoal. Os fluxos de caixa livres serão pagos como dividendos ao final de cada ano. Usando-se o método do fluxo de caixa descontado - expressão (1) - o valor presente desta empresa-projeto, assumindo-se um custo de capital de 10% é:

$$\frac{60,3}{1,1} + \frac{60,3}{(1,1)^2} + \frac{60,3}{(1,1)^3} = 150$$

Considerando-se que o investimento inicial foi de R\$ 150 milhões, a empresa estaria empreendendo um projeto de valor presente líquido igual a zero. Para melhor visualização dos fluxos de caixa previstos para a empresa, tome-se o Quadro 1.

Quadro 1

Projeto	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Vendas	-	80,3	80,3	80,3
Despesas Gerais	-	20,0	20,0	20,0
Investimento	150,0	-	-	-
Caixa Líquido	(150,0)	60,3	60,3	60,3

O Quadro 2 demonstra os resultados contábeis, assumindo-se que as expectativas da empresa tenham-se realizado, sob três diferentes formas de mensuração do lucro. A primeira utiliza o custo histórico como base

de valor e o método da linha direta para a apropriação do custo do equipamento. A segunda adota o custo histórico, porém, faz uso de depreciação acelerada, enquanto que a terceira emprega o custo de reposição.

Quadro 2

DRE (custo histórico, método da linha direta)			
	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Vendas	80,3	80,3	80,3
Depreciação	50,0	50,0	50,0
Despesas Gerais	20,0	20,0	20,0
Lucro	10,3	10,3	10,3
DRE (custo histórico, depreciação acelerada: 60%, 30% e 10%)			
	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Vendas	80,3	80,3	80,3
Depreciação	90,0	45,0	15,0
Despesas Gerais	20,0	20,0	20,0
Lucro	(29,7)	15,3	45,3
DRE (custo de reposição com utilização do método da linha direta)			
	Ano 1	Ano 2	Ano 3
Vendas	80,3	80,3	80,3
Depreciação	60,0	65,0	65,0
Despesas Gerais	20,0	20,0	20,0
Ganhos Não Realizados	30,0	10,0	-
Lucro	30,3	5,3	(4,7)
*No ano 1, o custo de reposição do equipamento é 180,0.			
*No ano 2, o custo de reposição do equipamento é 130,0.			
*No ano 3, o custo de reposição do equipamento é 65,0			

Para facilitar o cálculo do valor da empresa utilizando-se o modelo de Ohlson, o Quadro 3 apresenta os valores dos patrimônios líquidos e

das expectativas de lucros da companhia sob as três diferentes bases de mensuração do lucro propostas:

Quadro 3

Mutações do Patrimônio Líquido			
	Base 1	Base 2	Base 3
P_0 (P.L. Inicial)	150,0	150,0	150,0
Mais: $E_0[I_1]$ (Lucro do Ano 1)	10,3	(29,7)	30,3
Menos: $E_0[d_1]$ (Dividendos do Ano 1)	60,3	60,3	60,3
$E_0[P_1]$ (P.L. Final do Ano 1)	100,0	60,0	120,0
Mais: $E_0[I_2]$ (Lucro do Ano 2)	10,3	15,3	5,3
Menos: $E_0[d_2]$ (Dividendos do Ano 2)	60,3	60,3	60,3
$E_0[P_2]$ (P.L. Final do Ano 2)	50,0	15,0	65,0
Mais: $E_0[I_3]$ (Lucro do Ano 3)	10,3	45,3	(4,7)
Menos: $E_0[d_3]$ (Dividendos do Ano 3)	60,3	60,3	60,3
$E_0[P_3]$ (P.L. Final do Ano 3)	0,0	0,0	0,0

Aplicando-se a expressão (9) às três diferentes bases de mensuração do lucro chega-se aos seguintes resultados:

$$\begin{aligned} \text{Base 1:} \quad & 150 + \frac{10,3 - (150,0 \times 0,1)}{1,1} + \frac{10,3 - (100,0 \times 0,1)}{(1,1)^2} + \frac{10,3 - (50,0 \times 0,1)}{(1,1)^3} = \\ & = 150 + \frac{-4,7}{1,1} + \frac{0,3}{(1,1)^2} + \frac{5,3}{(1,1)^3} = 150,0 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Base 2:} \quad & 150 + \frac{(-29,7) - (150,0 \times 0,1)}{1,1} + \frac{15,3 - (60,0 \times 0,1)}{(1,1)^2} + \frac{45,3 - (15 \times 0,1)}{(1,1)^3} = \\ & = 150 + \frac{-44,7}{1,1} + \frac{9,3}{(1,1)^2} + \frac{43,8}{(1,1)^3} = 150,0 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Base 3:} \quad & 150 + \frac{30,3 - (150,0 \times 0,1)}{1,1} + \frac{5,3 - (120,0 \times 0,1)}{(1,1)^2} + \frac{(-4,7) - (65,0 \times 0,1)}{(1,1)^3} = \\ & = 150 + \frac{15,3}{1,1} + \frac{-6,7}{(1,1)^2} + \frac{-11,2}{(1,1)^3} = 150,0 \end{aligned}$$

O exemplo, embora simples, traz implicações interessantes. Uma delas é que o modelo apresentado por Ohlson sugere que os valores presentes dos lucros residuais desde que usados em conjunto com o valor de patrimônio líquido, podem ser utilizados para a avaliação financeira de ações. Em outras palavras, para se chegar ao valor das ações a partir das expectativas de lucros, estas devem ser consideradas em conjunto com o valor do patrimônio líquido, enquanto que para se inferir o valor dos papéis das empresas a partir do valor do patrimônio líquido, este deve ser considerado concomitantemente com os valores das expectativas de lucros residuais (O'Hanlon & Rees, 1995).

Outra importante implicação do modelo diz respeito ao assunto tão debatido por órgãos reguladores e

normativos, analistas de mercado, executivos e administradores financeiros: a manipulação dos números contábeis e, mais especificamente, do lucro líquido. O modelo proposto apresenta-se como alternativa ao clássico método do preço/lucro em que o analista concentra-se exclusivamente no lucro reportado para então, aplicar o índice de preço/lucro e chegar ao preço das ações. Sob esta ótica, determinada empresa pode optar por subavaliar seus ativos tanto no momento de sua aquisição quanto em subseqüentes baixas com o intuito de beneficiar-se com os aumentos do lucro da empresa no período seguinte, em função de custos de depreciação mais baixos sobre os ativos, e da expectativa de seus lucros futuros. Mediante a utilização do modelo representado pela expressão (9), tal prática tem

eficácia limitada porque o aumento verificado nos lucros residuais esperados seria contrabalançado pela diminuição do valor do patrimônio líquido.

Por conseqüência, o modelo sob análise serve ainda de mediador no debate travado entre acadêmicos, analistas de mercado, órgãos reguladores e profissionais de contabilidade sobre a hierarquia de importância entre o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício para avaliação de ações negociadas em bolsas de valores. Pelo exposto até aqui, a conclusão é que, em termos gerais, nenhuma das duas demonstrações é mais importante que a outra, devendo ambas ser consideradas quando da análise financeira.

Com o intuito de lançar luz sobre este debate, Ohlson desenvolveu método de projeção de demonstrações financeiras, visando à utilização de seu modelo como instrumento de análise econômico-financeira de empresas, que se baseia no grau de persistência com que se espera que os lucros residuais irão se perpetuar. Assim, seu método sugere que, quanto maior o grau de persistência dos lucros residuais, mais importante torna-se a Demonstração de Resultado do Exercício em relação ao Balanço Patrimonial, porque a primeira fornecerá informações com mais valor confirmatório e de predição a respeito das expectativas de lucros que serão reconhecidas pela contabilidade somente no futuro; ao passo que, quanto menor o grau de persistência dos lucros residuais, maior importância deve-se dar ao Balanço Patrimonial relativamente à DRE, pois o primeiro oferecerá as informações com mais valor de predição, visto que os lucros residuais já terão sido capturados, em grande parte ou totalmente, pela contabilidade.

A Linguagem dos Negócios

Outra grande atratividade dos sistemas de administração financeira como o EVA® e o Lucro Econômico - inteiramente baseados no modelo de Ohlson - é que a expressão (9) torna explícita a condição básica para a criação de valor que é a obtenção de retorno

sobre o capital empregado superior ao seu custo de captação.

Rememorando que o lucro residual é expresso por $l_t^a = l_t - Rp_{t-1} + p_{t-1}$, sendo $R = 1 + k$, a expressão equivalente $l_t^a = l_t - kp_{t-1}$ pode ser rescrita da seguinte forma:

$$l_t^a = \left(\frac{l_t}{p_{t-1}} - k \right) p_{t-1} \quad (10)$$

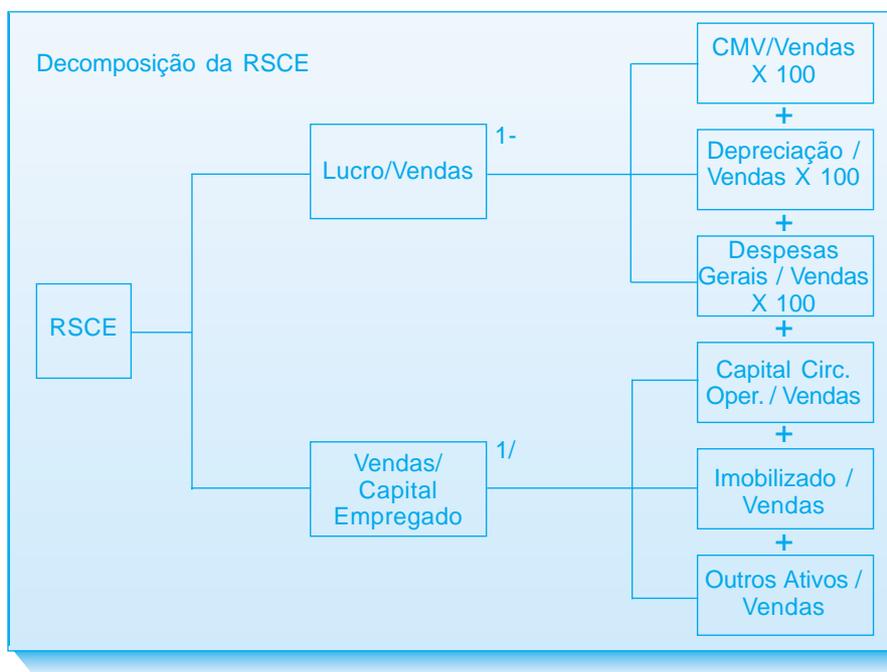
Como $\frac{l_t}{p_{t-1}}$ é equivalente ao Retorno sobre o Capital Empregado (RSCE) e k é o custo de capital, o lucro residual é igual a:

$$l_t^a = (RSCE - k)p_{t-1} \quad (11)$$

O lucro residual é um importante instrumento de mensuração porque deixa claro que a companhia deve-se preocupar não só com o crescimento (tamanho) de seus lucros, mas também com o retorno que proporciona sobre o capital empregado. Frequentemente, companhias concentram-se em uma dessas duas medidas separadamente. Entretanto, concentrar-se somente no crescimento dos lucros pode significar destruição de valor para os acionistas se os retornos oferecerem taxas menores que as do custo de capital, enquanto que auferir grandes retornos sobre uma base de capital empregado pequena pode significar oportunidades perdidas.

O RSCE permite, ainda, sua decomposição em índices rentabilidade que, por serem familiares a gerentes, empregados e investidores, facilitam a identificação das características do(s) negócio(s) da empresa que determinam a criação ou destruição de valor. Esta qualidade torna o lucro residual atraente, também, para a contabilidade gerencial. O Quadro 4 mostra uma das possíveis decomposições do RSCE, tendo-se em mente que itens extraordinários e não recorrentes devem ser expurgados do lucro para que não mascarem o desempenho empresarial.

Quadro 4



O Problema da Mensuração de Performance a Cada Exercício Social

Mesmo com os atrativos teóricos e práticos descritos, o lucro residual apresenta limitações, visto que a sua utilização como ferramenta de avaliação de performance administrativa requer cuidados. Ao contrário da utilização do lucro residual como instrumento de análise econômico-financeira que exige a combinação dos resultados de vários períodos, em que as distorções contábeis acabam por cancelar-se, a avaliação de desempenho administrativo periódico, normalmente, é baseada nos resultados anuais (periódicos), nos quais as distorções contábeis estão presentes.

Voltando ao exemplo do projeto (Quadro 1), analisaremos cada uma das três formas de mensuração do lucro, mediante observação do Quadro 3, para esclarecer o ponto.

BASE 1. Neste caso, em que a base de mensuração contábil adotada foi o custo histórico com depreciação pelo método da linha direta, os RSCE $\left(\frac{L_t}{P_t}\right)$ são 6,87%, 10,3% e 20,6% nos anos 1, 2 e 3, respectivamente, enquanto que os lucros residuais $(l_t - kp_{t-1})$

são -4,7 no primeiro ano, 0,3 no segundo e 5,3 no terceiro. Considerando que o custo de capital (k) é 10% e baseando-se nos retornos obtidos pela empresa, o analista de mercado chegaria à conclusão de que a empresa destruiu valor no primeiro ano, mas está se recuperando no segundo e terceiro períodos. Se a análise fosse baseada nos lucros residuais, a conclusão seria idêntica.

BASE 2. Utilizando-se o custo histórico com depreciação acelerada, os RSCE são de -19,8%, 25,5% e 302% nos anos 1, 2 e 3, respectivamente. Os lucros residuais são -44,7, 9,3 e 43,8. Assim, o analista chegaria às mesmas conclusões obtidas no caso anterior.

BASE 3. Adotando-se o custo de reposição com depreciação pelo método da linha direta, os RSCE nos anos 1, 2 e 3 são 20,2%, 4,4% e -7,2%, respectivamente, enquanto que os lucros residuais são 15,3, -6,7 e -11,2. Diferente dos dois primeiros casos, o analista concluiria que o desempenho da empresa está em declínio.

A questão é que o projeto era uma proposição de valor presente igual a zero (investimento = valor presente dos recebimentos futuros) que se realizou conforme previsto. Assim, os lucros residuais anuais da em-

presa ao longo dos três períodos - a fim de expressar um valor economicamente relevante - deveriam ser zero, ao passo que os RSCE anuais deveriam ser iguais a 10%, empatando com o custo de capital da empresa.

Com a finalidade de se elaborar demonstrações financeiras que apresentem números com relevância econômica, o emprego de depreciação econômica seria imperativo. Assim, o patrimônio líquido da empresa seria igual ao seu valor econômico ao final dos anos 1, 2 e 3, ou seja, $104,7 = \left(\frac{60,3}{1,1} + \frac{60,3}{(1,1)^2}\right)$, $54,8 = \left(\frac{60,3}{1,1}\right)$ e zero, respectivamente, conforme pode-se observar no Quadro 5.

Os RSCE, no caso do emprego de depreciação econômica, seriam 10% em cada um dos três anos e os lucros residuais iguais a zero. Desta forma, as de-

monstrações financeiras ofereceriam números que se prestam perfeitamente à avaliação de performance baseada em dados de um único exercício. Entretanto, é óbvio que, no estágio atual da contabilidade societária, a aplicação de depreciação econômica não é factível, pois o emprego de métodos subjetivos é, ainda, considerado fator de enfraquecimento da confiabilidade das demonstrações financeiras.

Portanto, a utilização do lucro residual de um único exercício social como instrumento de avaliação de performance deve ser exercido com grande cautela pelo fato de que os princípios contábeis empregados na elaboração das demonstrações financeiras resultam em números que nem sempre expressam os sinais econômicos corretos.

Quadro 5

DRE (com depreciação econômica)			
	Ano 1	Ano2	Ano3
Vendas	80,3	80,3	80,3
Depreciação	45,3	49,9	54,8
Despesas Gerais	20,0	20,0	20,0
Lucro	15,0	10,4	5,5
Mutação do Patrimônio Líquido			Lucro Residual (EVA®)
P ₀ (P.L. Inicial)		150,0	
Mais: E ₀ [I ₁] (Lucro do Ano 1)		15,0	
Menos: E ₀ [d ₁] (Dividendos do Ano 1)		60,3	
E ₀ [P ₁] (P.L. Final do Ano 1)		104,7	15,0 – (150,0 x 0,10) = 0
Mais: E ₀ [I ₂] (Lucro do Ano 2)		10,4	
Menos: E ₀ [d ₂] (Dividendos do Ano 2)		60,3	
E ₀ [P ₂] (P.L. Final do Ano 2)		54,8	10,4 – (104,7 x 0,10) = 0
Mais: E ₀ [I ₃] (Lucro do Ano 3)		5,5	
Menos: E ₀ [d ₃] (Dividendos do Ano 3)		60,3	
E ₀ [P ₃] (P.L. Final do Ano 3)		0,0	5,5 – (54,8 x 0,10) = 0

A Disciplina das Partidas Dobradas

Embora os exemplos anteriores levem ao entendimento de que é difícil fazer inferências válidas sobre performance corporativa a partir de lucros residuais

calculados com base em dados contábeis de um único exercício social, o modelo de Ohlson expõe um faceta interessante da disciplina contábil. O fato é que, por intermédio da metodologia contábil, uma série temporal de lucros residuais incorretos conjuntamente com um

valor de patrimônio líquido incorreto podem ser convertidos numa correta estimativa de valor.

Voltemos ao Quadro 3 e tomemos a Base 1 como exemplo. O valor do patrimônio líquido ao final do ano 1 é 100, ao passo que o verdadeiro valor econômico da empresa é 104,7, conforme calculado anteriormente. A fim de se transformar a incorreta estimativa dada pelo patrimônio líquido em correta estimativa de valor da empresa basta-se adicionar os valores presentes dos lucros residuais incorretos. Assim, 7.

Tomemos agora a Base 3. A fim de se converter a incorreta estimativa de valor dada pelo patrimônio líquido ao final do ano 2 - igual a 65 - em correta estimativa de valor econômico, deve-se adicionar os lucros residuais futuros. Desta forma, $65 + \frac{(-11,2)}{1,1} = 54,8$.

Os exemplos acima mostram que, a qualquer tempo e independentemente da prática contábil escolhida para se elaborar as demonstrações financeiras, é possível, a partir dos números contábeis, chegar-se ao valor econômico da empresa por intermédio de uma combinação entre a DRE e o Balanço Patrimonial. Neste sentido, O'Hanlon & Peasnell (1996) notam que "o Balanço Patrimonial é usado de duas maneiras aqui. Primeiro, ele é usado como base para se computar o custo de capital (incorreto) utilizado na conversão do lucro contábil (incorreto) em lucro residual (incorreto). Segundo, o valor do Balanço Patrimonial (incorreto) é usado conjuntamente com o valor presente dos lucros residuais futuros (incorretos) para se chegar ao valor (correto) da companhia."

Esta constatação sugere que os números produzidos pela Contabilidade, de alguma forma, guardam relação com variáveis economicamente relevantes como dividendos e fluxos de caixa, conforme teoricamente desenvolvido nas expressões (1) a (9). Portanto, independente dos números contabilizados nas demonstrações financeiras, a disciplina do método das partidas dobradas empresta significado econômico a esses números.

Ajuste das Demonstrações Financeiras

Como foi visto até aqui, a utilização do lucro residual de um único período para a análise do desempenho empresarial pode ser enganosa por causa das

distorções causadas pelos procedimentos contábeis empregados na elaboração das demonstrações financeiras.

Desta forma, os proponentes do EVA[®] têm sugerido uma série de ajustes de cunho gerencial aos números contábeis com o propósito de: (1) desfazer o princípio da prudência na contabilidade, (2) desencorajar a manipulação dos lucros e (3) tornar as medidas de performance imunes aos 'erros' contábeis passados.

O conjunto de ajustes propostos visa ao estabelecimento de um sistema de avaliação de desempenho financeiro e compensação de executivos que os encoraje a agir como se acionistas (proprietários) da empresa fossem, assumindo os riscos do negócio. A necessidade dos ajustes contábeis a fim de alinhar os interesses de acionistas e administradores deriva, principalmente, da fixação que os mercados de capital e financeiro têm com o lucro líquido das empresas como forma de avaliação de performance, fato que leva os administradores tanto a manipular os resultados quanto a evitar determinadas decisões operacionais que possam afetar os lucros líquidos das companhias.

Com efeito, o que os defensores do EVA[®] sugerem é que a concentração de esforços no crescimento do lucro líquido nem sempre atende às condições de criação de valor discutidas anteriormente porque, mediante escolhas de políticas contábeis ou mesmo manipulação dos números, os lucros e os RSCE podem ser inflados dentro de cada exercício social sem que haja real aumento de valor para a companhia. Em sua opinião, o EVA[®] seria um instrumento mais completo de administração financeira para as empresas porque é baseado em fundamentos econômico-financeiros ligados à criação de valor - expressões 1 a 9 - e permite, através dos ajustes contábeis, a limitação das oportunidades que os administradores têm de alocar os lucros residuais entre os exercícios sociais, como exemplificado.

Embora os ajustes propostos tenham sido baseados nos princípios de contabilidade geralmente aceitos nos EUA (*US GAAP*), os mais importantes ajustes serão descritos a seguir tendo em vista que são aplicáveis ao caso brasileiro.

O primeiro grande grupo de ajustes é voltado para a eliminação do conservadorismo. São propostas

as capitalizações de investimentos intangíveis em gastos com pesquisas e desenvolvimento, publicidade, reestruturação e treinamento. O objetivo é simples: fazer com que administradores ainda preocupados com medidas de performance como o lucro líquido não se sintam motivados a cortar gastos que podem ser cruciais ao desenvolvimento e sobrevivência da companhia.

É interessante notar que, de acordo com a Lei nº 6.404/76, é possível capitalizar gastos com pesquisa, desenvolvimento, reestruturação e treinamento quando estes estiverem associados à formação de empreendimentos ou projetos que contribuirão para os resultados de mais de um exercício social, ao contrário do que é prescrito nos EUA.

A contrapartida da capitalização dos gastos é uma receita de juros sobre o montante capitalizado. O intuito é que o administrador não seja penalizado, quando do cálculo do EVA[®], pela parcela do capital empregado relativa à capitalização dos itens descritos, enquanto os benefícios oriundos destes projetos não comecem a ser auferidos.

Outra recomendação para desfazer o conservadorismo é a não constituição de provisão para o imposto de renda diferido quando não houver a certeza absoluta de que a diferença intertemporal será revertida no futuro. Neste caso, o lucro líquido aumentaria e o passivo diminuiria. O objetivo aqui é trazer a contabilidade para o regime de caixa, forçando os administradores a adotar políticas de planejamento tributário eficientes que, sempre que possível, posterguem o pagamento de tributos.

Apesar de não haver qualquer prescrição relativa à constituição de créditos tributários por parte dos proponentes do EVA[®], imagina-se que o ajuste proporia a anulação dos créditos tributários. Este procedimento, apesar de conservador, coadunar-se-ia com a política de planejamento tributário eficiente pela qual o administrador deve zelar. Neste caso, os administradores deveriam arcar com o ônus da antecipação dos pagamentos dos tributos.

Contraditoriamente, os defensores do EVA[®] não advogam a adoção de critérios de avaliação de ativos considerados mais subjetivos e menos vinculados com os princípios da prudência e da competência como, por exemplo, *mark to market* ou valor presente líquido. O

motivo é de que da mesma forma que os administradores não devem ser penalizados no momento de suas decisões de investimento - caso dos intangíveis - também não devem ser premiados por desempenhos que, possivelmente, independam de seus esforços.

O segundo grupo de ajustes refere-se à manipulação dos lucros. Os ajustes têm a intenção de reduzir ou eliminar as oportunidades abertas ao administrador para que o resultado do exercício seja o menos volátil possível. O senso comum indica que o administrador pode lançar mão de apropriação ou reversão de provisões para controlar a "suavização" dos lucros de um exercício para outro. Assim, a proposta é de que a provisão para devedores duvidosos, a provisão para fazer face a garantia de mercadorias e a baixa de estoques sejam apropriadas em regime de caixa unicamente. Qualquer apropriação baseada em estimativas deve ser ajustada gerencialmente.

Evidências sobre o uso desses expedientes para manipular os resultados estão apenas começando a ser trazidos à tona. McNichols & Wilson (1988) mostram que as empresas usam a provisão para devedores duvidosos para 'suavizar' seus resultados quando seus lucros são demasiadamente altos ou baixos. Gaver, Gaver & Austin (1995) apresentam evidências de que há manipulação dos lucros quando estes são usados como base para planos de compensação de executivos. Entretanto, no presente estágio das pesquisas empíricas, não se pode assegurar que o ajuste ou eliminação dessas provisões vá impedir os administradores de manipular os resultados.

A terceira grande categoria de ajustes propostos visa a evitar que os 'erros' de mensuração contábeis do passado distorçam o significado das decisões de desinvestimento das firmas. Por 'erro' de mensuração contábil entende-se a diferença entre o valor pelo qual o ativo está registrado pela contabilidade e o seu verdadeiro valor econômico. O fato de a elaboração das demonstrações financeiras ser permeada, em grande parte, pelo princípio do registro pelo valor original torna a ocorrência destes 'erros' mais do que freqüente. Assim, sugere-se que os ganhos e as perdas na venda de ativos operacionais que estejam em processo de descontinuidade não sejam contabilizados.

Alternativamente ao tratamento contábil tradi-

cional, Stewart (1991) propõe que os ganhos e perdas sejam subtraídos ou adicionados, respectivamente, ao resultado do exercício, recompondo, desta forma, o patrimônio líquido da empresa. A contrapartida destes ajustes seria um crédito - no caso dos ganhos - ou um débito - no caso das perdas - nas contas que compõem os ativos remanescentes da empresa. É óbvio que este tratamento apresenta falhas, sendo a maior delas o fato de que um ajuste de vultosa soma pode tornar o valor contábil dos ativos remanescentes ainda mais distantes do seu verdadeiro valor econômico. Em casos extremos - ajustes vultosos de ganhos - os valores dos ativos podem tornar-se negativos.

Entretanto, o tratamento proposto tem a propriedade de tornar o custo de capital do EVA[®] do período seguinte imune à decisão de investimento executada neste período, porque o valor do patrimônio líquido da empresa não será afetado pela venda do ativo.

O grande objetivo deste ajuste é evitar que os administradores de empresas fiquem relutantes em racionalizar as operações em razão das possíveis consequências negativas que estas decisões possam trazer às demonstrações financeiras. A realidade é que, em várias ocasiões, a venda de uma unidade de produção pode significar uma perda contábil mesmo em situações em que haja um claro ganho econômico na transação.

O Lucro Residual Funciona na Prática?

Os exemplos de ajustes discutidos, segundo os consultores financeiros, servem de preparação para a utilização do lucro residual como instrumento gerencial que encoraja os administradores a tomar decisões que levam à criação de valor para a empresa. Adicionalmente, o lucro residual pode ser útil aos analistas de mercado de capitais na identificação das melhores opções de investimento - empresas com melhores perspectivas de criação de valor.

A observação da eficácia do lucro residual, sob a forma de EVA[®], como sistema gerencial tem sido objeto de pesquisas empíricas. Wallace (1998) traz evidências à hipótese de que as companhias que adotam o EVA[®] como base de um sistema de administração financeira e compensação de execu-

tivos beneficiam-se de aumentos em seus valores de mercado.

Quanto ao uso do lucro residual como ferramenta para analistas de mercado de capitais, os resultados das pesquisas são menos animadores. Bao & Bao (1998) oferecem evidências de que o EVA[®] é a medida de performance que apresenta o menor valor de predição relativamente à variação do preço das ações das empresas em comparação com outras medidas de performance como o lucro líquido e o valor adicionado. Nesta mesma linha, Chen & Clinton (1998) relatam que o EVA[®] é inferior, para a inferência de preços de ações, ao fluxo de caixa operacional, lucro operacional e fluxo de caixa residual (fluxo de caixa operacional menos o custo de capital).

Em defesa do EVA[®], Stewart (1998) nota que a associação desta medida de performance com o preço das ações é inconsistente e incorreta. Seu argumento é que os lucros é que se relacionam com os preços das ações e não o EVA[®]. Exemplificando, imagine uma empresa com lucros de R\$ 10 cujo valor de mercado - aferido com base numa relação preço/lucro igual a 10 vezes - é R\$ 100. Suponha, ainda, que os lucros totais fossem reinvestidos em projetos que obtivessem uma taxa de retorno de 8%, fazendo com que os lucros aumentassem para R\$ 10,8. Mantendo-se a relação preço/lucro em 10 vezes, o valor de mercado da empresa alcançaria R\$ 108. Assim, segundo Stewart (1998), uma clara relação entre lucros e preços de ações se estabelece.

Entretanto, argumenta Stewart (1998), o ponto mais importante para a averiguação da criação de valor para o acionista não é unicamente o aumento do valor de mercado da empresa em R\$ 8, mas também o fato de que foi necessária a retenção de R\$ 10 para produzir o aumento. Portanto, verdadeiramente, houve uma diminuição de R\$ 2 na riqueza dos acionistas. O aumento no preço das ações da empresa teria se revertido em riqueza para os acionistas se tivesse havido uma retenção de lucros inferior a R\$ 8.

A conclusão de Stewart (1998) é que a riqueza dos acionistas deve ser medida pelo *Market Value Added - MVA* - da empresa. O *MVA* consiste na diferença entre a variação do valor de mercado e a variação do capital empregado pela empresa du-

rante determinado período, representado pela expressão abaixo:

$$MVA = \Delta \text{Valor de Mercado} - \Delta \text{Capital Empregado} \quad (12)$$

Consistente com as expressões (1) a (9), o EVA[®] da companhia-exemplo, assumindo-se um custo de capital de 10%, seria -0,2, ou seja, 10,8 – (110x0,1). Estaríamos, então, diante de um caso em que os preços das ações sobem enquanto o EVA[®] é negativo. O exemplo oferecido corrobora com a conclusão de que os lucros por ações e os preços das ações têm íntima ligação, ao passo que o EVA[®] não explica as variações dos preços das ações. Assim, a falha das pesquisas citadas seria a de tentar estabelecer relações entre o EVA[®] e o preço das ações e não entre o EVA[®] e o MVA. De qualquer forma, até a presente data não há notícia de quaisquer pesquisas empíricas que tenham trazido evidências da relação entre o MVA e o EVA[®].

Conclusões

O lucro residual, neste artigo, foi tratado de forma seletiva já que houve concentração no seu uso como instrumento de análise econômico-financeira e mensuração de performance. O planejamento financeiro, de aquisições, fusões e incorporações e a forma de compensação de administradores - outros atributos que fizeram a fama do EVA[®] ou Lucro Econômico - foram negligenciados por questão de espaço e por tratarem-se de temas mais ligados aos assuntos internos das companhias. Assim, julgou-se interessante deixá-los reservados para outra oportunidade em que a tônica da discussão tenha um caráter mais administrativo.

O objetivo do artigo foi demonstrar que o lucro residual é teoricamente atraente por ser possuidor de quatro principais características. A primeira diz respeito ao fato de ser consistente com o modelo de avaliação baseado no valor presente dos fluxos de caixa futuros, o que o torna uma poderosa ferramenta para análise de investimentos.

A segunda refere-se à propriedade que o modelo tem de cancelar as distorções inerentes a qualquer sistema de mensuração do lucro adotado na elaboração das demonstrações financeiras. Neste aspecto, o modelo de Ohlson pode estar sendo um dos catalisadores para que

o centro do debate contábil saia da esfera do melhor sistema de mensuração e concentre-se na evidenciação das informações contábeis. Com efeito, é importante notar que, com a atual tendência mundial dos órgãos reguladores de demandar que as entidades contábeis usem o conceito de *comprehensive income* - SFAS No. 130 nos EUA e *Statement of Principles for Financial Reporting (Exposure Draft)* no Reino Unido - para reportar seus resultados, a velha discussão sobre a primazia entre o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício perde fôlego.

A terceira característica é a facilidade de se identificar os pontos fortes e fracos dos negócios das empresas através da utilização de índices de rentabilidade que somente a contabilidade - como a linguagem dos negócios - oferece.

Por fim, o modelo incorpora à contabilidade o custo do capital próprio, ao passo que o modelo contábil tradicional considera como custo apenas as despesas com capital de terceiros. Assim, a introdução do custo de capital próprio faz com que o modelo torne-se atraente como medida de performance (desempenho) empresarial.

É imperioso, ainda, deixar claro que o conceito de lucro residual foi incorporado à literatura contábil em 1965 por David Solomon mediante a edição de seu livro que tratava do controle no âmbito de empresas descentralizadas. Portanto, o conceito de lucro residual tão em voga no mundo financeiro de hoje já está estabelecido no meio contábil há, pelo menos, trinta anos, não representando nenhuma novidade no campo teórico.

A grande contribuição que as consultorias financeiras têm dado, ultimamente, para a difusão do lucro residual é a abordagem administrativa que enfatiza a concessão de poderes aos executivos para administrar suas divisões como se empresas separadas fossem. A importante pergunta é se o lucro residual é a ferramenta adequada para esta finalidade em todas as circunstâncias. A única pesquisa apresentada até o momento que sugere que os executivos compensados com base no lucro residual são mais cuidadosos quando da tomada de decisões de investimentos e mais eficientes na administração recursos já existentes é a de Wallace (1998). Portanto, a confirmação do lucro residual como instrumento gerencial completo ainda está por vir.

Para nós, contadores, a larga difusão do lucro residual traz boas novas. Ela é uma comprovação de

que a linguagem contábil é a que melhor comunica as expectativas e os resultados alcançados pelos negócios. Ademais, o ressurgimento do lucro residual - seja sob a forma de EVA® ou Lucro Econômico - traz à tona uma estrutura teórica para se entender e discutir o sentido econômico dos números contábeis e as propriedades do método das partidas dobradas.

Resumo

O artigo trata dos sistemas de gerenciamento financeiro baseados no lucro residual, que têm-se tornado uma "coqueluche" no mundo financeiro nesta década. A análise de seus fundamentos teóricos, calca-

dos em uma sólida combinação entre teoria financeira e metodologia contábil, traz à baila as propriedades econômicas do método das partidas dobradas, bem como reafirma a contabilidade como a linguagem dos negócios.

A matéria ainda discute a utilização desses sistemas como instrumentos de análise econômico-financeira e mensuração de performance de empresas ou unidades de negócios, assim como os ajustes gerenciais das demonstrações financeiras, propostos pelas firmas de consultoria, a fim de emprestar maior relevância econômica aos números contábeis.

Por fim, é apresentado um apanhado das pesquisas empíricas que investigam a eficácia desses sistemas.

Referências Bibliográficas

- ACCOUNTING STANDARDS BOARD. Statement of principles for financial reporting. Exposure Draft, 1995.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD. FRS No. 3, 1992.
- BAO, B., BAO, D. Usefulness of value added and abnormal economic earnings: An empirical examination. *Journal of Business Finance and Accounting*, n.25, p. 251-264, January/march 1998.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Princípios fundamentais de contabilidade. Resolução CFC N. 750/93.
- COPELAND, T., KOLLER, T. & MURRIN, M. Valuation: Measuring and managing the value of companies. 2nd. ed, Wiley, 1996.
- CHEN, S., CLINTON, D. Do new performance measures measure up? *Management Accounting*. October, 1998.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. SFAC N.130, 1997.
- GAVER, J.J., GAVER, K.M. & AUSTIN, J.R. Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, n. 19, p.3-28, 1995.
- HICKS, J. R. *Value and capital*. Oxford: Clarendon Press, 1946.
- IUDÍCIBUS, S. Conceitos econômico e contábil de lucro: simetrias e assimetrias. *Revista Brasileira de Contabilidade*, Ano XXIV - n. 96, novembro/dezembro 1995.
- McNICHOLS, M., WILSON, G. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*. Supplement, p. 1-40, 1988.
- McTAGGART, J., KONTES, P. & MANKINS, M. *The value imperative*. Free Press, 1994.
- MILLER, M. H. & MODIGLIANI, F. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, vol. XLVIII, n. 3, p.261-97, June 1958.
- O'HANLON, J.A., PEASNELL, K. . Measure for measure?. *Accountancy*, p. 50-52, February 1996.
- O'HANLON, J.A., REES, W. Links between accounting numbers and economic fundamentals. In: REES, B. *Financial analysis*. Prentice Hall, 1995, p. 226-254.

- OHLSON, J. A. Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n 2, p.661-687, spring 1995.
- _____. The theory of value and earnings, and an introduction to the ball-brown analysis. *Contemporary Accounting Research*, p. 1-19, fall 1991.
- _____. A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. *Contemporary Accounting Research*, p. 1-19, spring 1990.
- PEASNELLI, K. Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers. *Journal of Business Finance and Accounting*, p. 361-381, autumn 1982.
- PORTELA, G. R. *Accounting, Valuation and Contracting in Under-performing Firms*. Dissertation (Master of Arts in Accounting and Finance). England: 1998. Department of Accounting and Finance, Lancaster University.
- RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. The Free Press, 1986.
- STEWART, G. B. EVA© clarified. *Management Accounting*, december 1998.
- _____. *The quest for value*. Harper Business. 1991.
- WALLACE, J. Adopting residual-income-based compensation plans: do you get what you pay for? *Journal of Accounting and Economics*. (forthcoming).
- WHITTINGTON, G. *Inflation accounting: An introduction to the debate*. Cambridge University Press, 1997.