

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

ANÁLISE DE INVESTIMENTOS PARA ABERTURA DE PONTOS DE VENDA
NO SETOR SUPERMERCADISTA: O CASO DE UMA PEQUENA
EMPRESA FAMILIAR

RODRIGO DA SILVEIRA KAPPEL

Porto Alegre, 2003.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

ANÁLISE DE INVESTIMENTOS PARA ABERTURA DE PONTOS DE VENDA
NO SETOR SUPERMERCADISTA: O CASO DE UMA PEQUENA
EMPRESA FAMILIAR

Autor: RODRIGO DA SILVEIRA KAPPEL
Orientador: Dr. GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Mestre em Economia na modalidade Profissionalizante com Ênfase em Controladoria.

Porto Alegre, 2003.

**“Só faremos melhor aquilo que
repetidamente insistimos em melhorar.
A busca da excelência não deve ser um
objetivo. E sim, um hábito”.**
Aristóteles (384 – 322 a.c.)

AGRADECIMENTOS

Os méritos dos resultados apresentados neste trabalho devem ser divididos com vários colaboradores. Agradecimentos em especial:

Ao Professor Orientador Doutor Gilberto de Oliveira Kloeckner, pela maneira como conduz a sua missão de professor e cientista. Durante a orientação deste trabalho, foi firme e seguro em sua análise e, o seu apoio e incentivo foram fundamentais para a conclusão do mesmo.

Ao Coordenador do Curso, Professor Doutor Paulo Schmidt, que nos momentos difíceis, muito me incentivou no desenvolvimento deste estudo.

Ao Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS, o qual possibilitou a realização deste trabalho ao oferecer um curso de mestrado, como este, em dias e horários exclusivos.

A todo o corpo docente e discente do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS, pelas trocas de experiências que muito enriqueceram o meu aprimoramento intelectual, profissional e pessoal.

A empresa L. C. Bonato e Cia Ltda que além do apoio financeiro, aceitou fazer parte deste estudo e muito colaborou para a sua realização.

Aos Professores Doutores, membros da Banca Examinadora, que aceitaram contribuir para o melhoramento desta dissertação.

Aos meus pais e a Roberta pelo apoio e incentivo durante todo o curso e, pela compreensão dos momentos furtados de seus convívios.

E a todos aqueles que, de maneira direta ou indireta, contribuíram para a realização deste trabalho.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	7
RESUMO.....	8
ABSTRACT	9
1 INTRODUÇÃO	10
1.1 APRESENTAÇÃO DO ESTUDO.....	10
1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA	15
1.3 OBJETIVOS	17
1.4 MÉTODO.....	18
1.4.1 ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS	20
1.5 ESTRUTURA.....	21
2 A EMPRESA.....	23
2.1 A HISTÓRIA DO SETOR SUPERMERCADISTA BRASILEIRO	23
2.2 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA - HISTÓRICO.....	26
2.3 ESTRUTURA DA EMPRESA - DIRETORIA.....	28
3 ANÁLISE DE INVESTIMENTOS APLICADA À AVALIAÇÃO DE ATIVOS	31
3.1 AVALIAÇÃO DE ATIVOS – VALOR DA EMPRESA.....	31
3.1.1 Como Criar Valor.....	37
3.1.2 O Foco está no Caixa	41
3.1.3 Criar e Agregar Valor.....	47
3.1.4 Avaliação pelo Fluxo de Caixa	54
3.1.4.1 Apuração do Fluxo de Caixa	65
3.1.4.1.1 Fluxo de Caixa do Acionista	66
3.1.4.1.2 Fluxo de Caixa da Empresa	67
3.1.4.2 Estimativa de Taxas de Crescimento	69
3.1.4.3 Situações Especiais onde o Fluxo de Caixa Descontado necessita de adaptações	74
3.2 ANÁLISE DAS DECISÕES DE INVESTIMENTO – MÉTODOS DE ANÁLISE	78
3.2.1 Payback Simples	80
3.2.2 Payback Descontado.....	82
3.2.3 Taxa Média de Retorno Contábil	83

3.2.4 Taxa Interna de Retorno.....	85
3.2.5 Índice de Rentabilidade	87
3.2.6 Valor Presente Líquido	89
3.3 ANÁLISE DE RISCO E RETORNO NOS INVESTIMENTOS.....	92
3.3.1 Capital Asset Price Model (CAPM).....	94
3.3.2 Arbitrage Pricing Model (APM)	98
3.3.3 Modelo Multifatorial.....	100
3.4 MENSURAÇÃO DAS TAXAS DE DESCONTOS X APLICAÇÃO DOS MODELOS TEÓRICOS DE ANÁLISE DE INVESTIMENTO.....	102
3.5 CUSTO DE CAPITAL	106
4 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA PROPOSTA.....	111
4.1 ANÁLISE DO PROCESSO DECISÓRIO ATUAL	111
4.2 SELEÇÃO DE PREMISSAS PARA AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO ATRAVÉS DO FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA.....	115
4.2.1 Premissas econômico-financeiras	115
4.2.2 Projeção dos Resultados.....	120
4.2.3 Projeção do Fluxo de Caixa do Acionista	121
4.2.4 Estimativa da Taxa de Desconto	122
4.2.5 Cálculo do Fluxo de Caixa do Acionista Descontado	123
4.3 ANÁLISE E AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO EM UM NOVO PONTO DE VENDA.....	124
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	126
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	128

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 01 – Organograma da empresa L. C. Bonato & Cia Ltda	30
Figura 02 – Uma avaliação da criação de valor para o acionista	53
Figura 03 – Fluxo de Caixa do Acionista	66
Figura 04 – Fluxo de Caixa Livre	68
Gráfico 01 – Valor da empresa conforme proposições I e II de Modigliani e Miller	63
Quadro 01 – Financiamento do prédio	117
Quadro 02 – Reforma realizada no prédio.....	117
Quadro 03 – "Leasing" de máquinas, equipamentos, móveis e utensílios.....	118
Quadro 04 – Projeção de resultados	120
Quadro 05 – Fluxo de Caixa do Acionista	121
Quadro 06 – Fluxo de Caixa do Acionista Descontado	124

RESUMO

O grande objetivo em finanças para os gestores das empresas é o de proporcionar aumento de valor aos acionistas. Para que isso possa ser efetivamente implementado, é necessário que o investimento proporcione para o acionista um retorno superior ao custo de oportunidade do seu capital, contemplando o risco do investimento, mensurado através de um modelo de avaliação.

Este trabalho apresenta os principais conceitos de avaliação de ativos, destacando a criação de valor como a medida mais importante do desempenho da empresa. O fluxo de caixa descontado é abordado como o método que melhor resume o conceito de criação de valor, destacando-se o fluxo de caixa do acionista e o fluxo de caixa da empresa. Também são apresentados a forma de apuração dos fluxos de caixa, a estimativa das taxas de crescimento, algumas situações especiais onde o fluxo de caixa descontado necessita de adaptações e outros métodos alternativos de análise de investimentos, sendo que nenhum deles é capaz de superar a técnica do valor presente líquido – VPL, pois o método do VPL utiliza todos os fluxos de caixa de um projeto, descontando-os corretamente de acordo com o custo de oportunidade do capital.

O estudo mostra, ainda, uma rápida explanação das principais técnicas de mensuração do risco e do retorno exigido pelos investidores ou proprietários segundo a teoria de valor, como o CAPM (Capital Asset Price Model), o APM (Arbitrage Pricing Model) e o Multifatorial, destacando-se entre eles a dificuldade de mensuração do custo do capital próprio em empresas de capital fechado no Brasil, para a devida apuração da taxa de desconto.

A metodologia proposta é aplicada na avaliação do investimento, em um novo ponto de venda, realizado por uma pequena empresa familiar do setor supermercadista. Dessa forma, ao final do estudo, propõe-se a utilização de uma ferramenta gerencial, baseada no fluxo de caixa descontado, para avaliação de futuros investimentos da empresa, buscando-se assim a maximização de valor para o acionista ou proprietário.

ABSTRACT

The big deal in financial results to the corporation managers is to purpose the growth rate to the shareholders. In order being effectively implemented, it makes necessary that the investment purposes a higher return to the cost opportunity of the shareholder capital, contemplating the risk of investment, measured through a valuation standard.

This paper term shows the main concepts of assets valuation, pointing out the introduction of value as the most important index to assess corporation performance. The discounted cash flow is broached as the method which best summarizes the introduction of value concept, pointing out the shareholder and corporation cash flow. Also are shown ways of the cash flow checking, the estimated growth rate, some special situations where the discounted cash flow needs adaptations and other alternative methods of investment analysis, so that none of them is capable to overcome the net present value NPV, because the net present value NPV shows all the cash flow of a project, discounting them accurately according to the capital opportunity cost.

This study shows yet, a fast explanation of the main techniques of measuring of the risk and the return expected by investors or owners according to the value theory, as CAPM (Capital Asset Price Model), APM (Arbitrage Price Model) and the Multifactor Model, bringing out among them the difficulty of measuring the cost of the own capital in companies of closed capital in Brazil, to the correct discount rate evaluation.

The purposed methodology is used in the investment valuation at a new sale place by a small familiar corporation from Supermarket Sector. At the final of this term paper, it proposes to the use of a manageable tool, it based in a discounted cash flow, to the valuation of the Corporation's future investments, searching to maximize the value to the shareholder or owner.

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO DO ESTUDO

No início dos anos 90, o governo do presidente Fernando Collor de Mello implementou um programa de liberação financeira externa e de eliminação de barreiras protecionistas contra a importação, abrindo a economia do País e ingressando no movimento internacional de globalização, passando assim a exigir uma nova postura por parte dos dirigentes empresariais.

O Plano Real, implantado com a Lei nº 8.880 de 27 de maio de 1994, inaugurou uma fase de estabilidade monetária inédita para a população na história recente. O setor supermercadista, assim como os demais, foi influenciado por essa estabilidade assim como pela abertura da economia, através da mudança nos hábitos dos consumidores, com o ingresso de novos produtos, de novos fornecedores, de novos concorrentes, entre outras variáveis.

Os processos de transformação econômicos vividos até agora vêm ensinando governantes, empresários e consumidores a caminhar rumo a uma sociedade mais eficiente em seus serviços, menos desigual em suas camadas, e por isso, mais atraente à comunidade internacional.

Entretanto, a realidade atual, não só devido à globalização, mas também pela estabilização da economia brasileira e pelas novas tecnologias, apresentam, entre outros, uma diversidade de fatores que constituem um grande desafio para os profissionais da área financeira.

A preocupação em se avaliar corretamente as empresas ou ativos, é uma questão que já vem sendo discutida já algum tempo no Brasil. Guerreiro (1991) salienta sua preocupação em se avaliar empresas com base exclusivamente no lucro econômico.

Segundo Solomons apud Guerreiro (1991) os próximos vinte e cinco anos podem ser vistos como terem sido o crepúsculo da mensuração do lucro, pois passados mais de vinte e cinco anos prognosticados por Solomons, não se observou nenhum avanço teórico ou doutrinário significativo nas principais questões conceituais no processo de mensuração do lucro. Na verdade observa-se que ainda são utilizados os mesmos princípios e conceitos contábeis, porém com relevância limitada no atual processo de mensuração do lucro.

Entretanto, Guerreiro (1991) conclui que na realidade contábil não se observa nenhuma indicação de abandono do conceito de lucro, mas que é necessário repensar os conceitos e os procedimentos contábeis, implementando novas soluções que atendam as necessidades dos usuários com relação ao fornecimento de informações compatíveis com as exigências atuais.

Com isso, já se observava na época, uma necessidade de avaliar-se melhor as empresas com base em instrumentos alternativos, sem deixar de lado a importância do lucro. Assim, salienta-se que os métodos alternativos não substituem o lucro econômico ou as demonstrações contábeis, mas servem de complemento para a avaliação de empresas ou ativos.

Neste contexto, entende-se que, em geral, os investimentos de capital em qualquer tipo de organização, representam valores aplicados com o intuito de expansão dos negócios ou redução de custos operacionais. Independentemente do montante investido, este deveria ser sempre feito com o objetivo de maximização de lucros. Com isso, a correta avaliação dos investimentos é fundamental para a mensuração do valor da empresa, assim como a utilização de modelos que supram as necessidades atuais do processo de avaliação.

Martins (1991) chama a atenção quando da utilização do fluxo de caixa em detrimento da demonstração do resultado. O autor é um pouco taxativo ao se referir:

“O nosso objetivo aqui é procurar mostrar que tudo isso pode ser válido... Para quem não entende de Contabilidade, ou não sabe de fato o que é o Regime de Competência”. (Martins, 1991, p.01)

Segundo o autor, entende-se que os modelos não são alternativos, pois na verdade o que se observa é uma complementação por parte de ambos, suprimindo um ao outro suas próprias deficiências.

Entretanto, Frezatti (1998) comenta algumas abordagens sobre avaliação de ativos com ênfase no valor da empresa, suprimindo as deficiências dos tradicionais modelos de avaliação puramente contábeis. O crescente aumento na utilização destes modelos decorre de sua praticidade e facilidade de entendimento e interpretação, como é o caso, por exemplo, do fluxo de caixa descontado que hoje é freqüentemente utilizado.

Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Bodie, Kane e Marcus (2000), Zdanowicz (1998), Galesne, Fensterseifer e Lamb (1999), entre outros tradicionais autores de finanças, reportam-se que o grande objetivo dos gestores financeiros de empresas é proporcionar aumento de valor para os acionistas, ou seja, maximizar a riqueza dos proprietários.

Frezatti (1998) salienta três abordagens para avaliar a criação de valor na empresa. O fluxo de caixa descontado, que se baseia no fluxo de caixa futuro da empresa descontado pela taxa do custo de oportunidade. A abordagem dos múltiplos, que relaciona variáveis para avaliar empresas como por exemplo o índice preço/lucro. A terceira, na qual o autor reforça suas conclusões, é a abordagem do resultado econômico residual, que “persegue o resultado econômico, ou seja, o resultado operacional, líquido do imposto de renda mas não afetado pelo custo de financiamento das operações.” (p. 02).

Segundo Frezatti (1998), o resultado econômico residual foi utilizado no artigo no sentido de identificar a família metodológica que inclui o EVA (Economic Value Added). O autor discorre antecedentes históricos, comprovando que este

assunto já vem sendo discutido desde longa data, e por isso, não representa uma novidade conceitual. Em síntese, o autor resume as vantagens e desvantagens do resultado econômico residual:

“O ponto forte da 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”. (p. 02).

Como o intuito nesta parte do estudo não é discutir as diferentes teorias de avaliação, salienta-se somente que devido ao crescente anseio de cada vez avaliar-se melhor as empresas, a utilização de modelos alternativos de avaliação é fato comum. Martins (1999) ao reescrever um de seus artigos, reforça sua posição ao comparar as demonstrações contábeis e o fluxo de caixa, concluindo que elas se complementam. O autor salienta como falha, por parte dos contadores, não demonstrar a ligação fundamental entre as demonstrações contábeis e o fluxo de caixa.

Segundo Martins (1999), é preciso entender claramente que os modelos se auxiliam um ao outro e, portanto, não são mutuamente excludentes.

“Demonstrações Contábeis e Fluxo de Caixa não são alternativos, mas sim complementos. O conhecimento e o domínio do que se entende por Regime de Competência propicia o entendimento da vinculação entre Demonstrações Contábeis e Fluxo Financeiro, Balanço, Demonstração do Resultado e Fluxo de Caixa estão umbilicalmente ligados. Na adoção do custo histórico, a vinculação é automática e bem mais visível. Quando da presença da inflação, a vinculação só é perfeita com o uso de moeda constante e a valor presente nas Demonstrações Contábeis, e isso infelizmente ainda não está efetivamente ocorrendo hoje, apesar de a Correção Integral atualmente praticada aproxima-se bastante desse conceito. Mas essa ligação só é correta se também o Fluxo de Caixa for elaborado em moeda constante, já que ele, a valor nominal na inflação, é altamente enganoso”. (Martins, 1999, p. 09).

Martins (1999) ao se referir ao fluxo de caixa, reporta-se ao fluxo de caixa puro, ou melhor, fluxo financeiro, onde estão evidentes todas as entradas e saídas de caixa. O fluxo de caixa descontado, hoje consagrado como o melhor método de avaliação de ativos por autores como Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Bodie, Kane e Marcus (2000), o qual será apresentado no decorrer do estudo, é diferente do fluxo de caixa puro.

Com isso, entende-se que todos os métodos de avaliação têm o seu devido valor, complementando-se uns aos outros. Neste estudo, o fluxo de caixa descontado será o principal método utilizado na avaliação de investimentos, pois além de considerar o valor do dinheiro no tempo, ele é elaborado a partir das demonstrações contábeis, principalmente a demonstração do resultado do exercício.

Cabe ainda salientar, que a contabilidade pode ser definida como o processo de identificação, mensuração, acumulação, preparação e comunicação de informação para todos os participantes da administração da empresa. Como o foco da missão das entidades empresariais está centrado na constante criação de valor para o acionista, o processo de informação gerado pela contabilidade serve de base para que as entidades cumpram corretamente sua missão, juntamente com os demais métodos alternativos de avaliação de empresas, como por exemplo, o fluxo de caixa descontado.

As palavras de Holanda (2001) resumem o sistema contábil e sua importância social:

“O Sistema Contábil, ao identificar, mensurar, registrar, acumular e evidenciar a variação da riqueza da entidade, ajuda a torná-la eficiente e eficaz, contribuindo assim para o bem estar social. E ainda, ao evidenciar a geração e distribuição dessa riqueza, produzida pelas entidades, ajuda na construção de uma sociedade melhor. Seja do ponto de vista da justiça, da democracia ou da fraternidade”. (Holanda, 2001, p.57).

Em vista de tudo isso, o administrador financeiro precisa visualizar a empresa como um todo, tendo em vista a compreensão de todos os fatos que provocam modificações no patrimônio da empresa, e não mais só as modificações de capital de giro líquido e fluxo de caixa. O administrador financeiro precisa ter como questão básica a maximização da riqueza do proprietário, ou seja, maximizar o valor da empresa. Com isso, salienta-se que o administrador financeiro deve conhecer todas as demonstrações financeiras e os métodos de avaliação de empresas ou ativos, pois eles se complementam um ao outro, embora o fluxo de caixa descontado seja de uso mais difundido. Para tanto, faz-se necessário o correto entendimento dessas questões, compreendendo a ligação entre as demonstrações contábeis e o fluxo de caixa.

Segundo Brealey e Myers (1998), o gestor financeiro é quem responde perante os acionistas, ou seja, é ele o responsável pela aprovação de decisões de investimento, sendo que o foco de sua missão é criar e agregar valor para a empresa e conseqüentemente para o acionista. Para os autores, o gestor financeiro precisa saber avaliar qual a melhor forma de financiamento, optando entre recursos próprio e recursos de terceiros, sendo que para isso face necessária uma teoria que fundamente e oriente a escolha que maximize o valor da empresa.

Em síntese, o administrador financeiro precisa comprar ativos que gerem mais dinheiro do que custam, e vender obrigações, ações e outros instrumentos financeiros que também gerem mais dinheiro do que custam, pois só assim estará agregando valor à empresa. Assim, este estudo visa compreender o processo de investimento, avaliando as diferentes alternativas de captação e aplicação de recursos, isto é, fontes de financiamento e alternativas de investimento.

1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA

Os administradores financeiros das empresas precisam, acima de tudo, identificar, compreender e avaliar as diferentes alternativas de aplicação dos

recursos, pois as decisões de investimento são importantes para a determinação do futuro de toda a empresa.

Neste sentido, o trabalho pretende estudar o processo de decisão de investimento de uma empresa do setor supermercadista, contrapondo a prática atual desta empresa com a teoria existente. As alternativas de investimento para o processo estudado serão aplicadas à decisão de abertura de novos pontos de venda para a empresa.

Este estudo visa, também, avaliar a viabilidade do investimento realizado pela empresa L. C. Bonato & Cia Ltda na abertura de um novo ponto de venda, visto que a empresa não conta com uma ferramenta gerencial de apoio à tomada de decisão. Este objetivo será alcançado através de um estudo de caso realizado em uma das lojas da empresa, inaugurada na cidade de General Câmara/RS em 01/12/2000.

Atualmente as decisões relativas à abertura de novos pontos de venda e também, de outras decisões envolvendo grande aporte de volumes financeiros, vem sendo realizado de uma forma empírica, baseado na intuição do diretor geral.

Convém lembrar aqui, a existência de um grande número de empresas de capital fechado no Brasil, com destaque às familiares. Tal fato decorre de diversos fatores, porém Sanvicente (1996) publicou um artigo comparando o perfil de companhias abertas com empresas fechadas, e salienta o seguinte:

“Um dos motivos pode ser cultural: é difícil convencer empresas familiares dos benefícios da emissão de novas ações, porque o temor de perda de controle é muito forte. Além disso, os padrões contábeis muitas vezes não são satisfatórios, e o desejo de minimizar o pagamento de impostos tenta muitas empresas a obscurecer a divulgação de resultados. Mas, talvez a maior restrição seja a ausência de investidores institucionais domésticos preparados para investir no longo prazo, em lugar de especular no curto prazo. Muitos executivos de empresas na América Latina encaram seus mercados de ações (corretamente) como cassinos, não como uma fonte de capital estável. (nossa ênfase)” (Sanvicente, 1996, p.15).

Segundo Sanvicente (1996), observa-se que o fato do resumido número de companhias de capital aberto existe principalmente devido à falta de formação ou conhecimento técnico por parte de muitos dos executivos de empresas importantes, para compreender o funcionamento e a finalidade do mercado de ações em relação às suas empresas. Por fim, o autor chama a atenção, na época, para a existência de empresas fechadas que possuíam um perfil próximo ao de empresas abertas de acordo com a amostra considerada.

Neste contexto, o mesmo autor salienta que é fato histórico a existência de empresas de capital fechado no Brasil. Não é hábito do brasileiro investir no mercado acionário, porém em outros países é mais comum observar-se pessoas mais humildes investirem em ações, como acontece, por exemplo, nos Estados Unidos.

Assim, observa-se um número maior de empresas de capital fechado em comparação às companhias de capital aberto. Com isso, a motivação deste estudo decorre do fato de que o estudo refere-se a uma empresa familiar de capital fechado que não conta com um modelo eficiente para subsidiar o processo decisório com relação à viabilidade de novos investimentos na abertura de novos pontos de vendas.

1.3 OBJETIVOS

Este estudo tem como objetivo geral, identificar e avaliar o processo de decisão de investimento, assim como a viabilidade do investimento realizado pela empresa L. C. Bonato & Cia Ltda, contrapondo a atual prática da empresa para a instalação de um novo ponto de venda com a teoria existente de avaliação de investimentos.

Os objetivos específicos a serem perseguidos são:

- Mapear e identificar as principais informações dos atuais processos que apóiam a decisão de investimento quanto à abertura de um novo ponto de venda;
- Avaliar a viabilidade das decisões de investimentos adotados pela empresa na abertura de um novo ponto de venda;
- Modelar um método de apoio ao processo de tomada de decisão com relação a investimentos em novos pontos de venda baseado na teoria existente;
- Sugerir à empresa medidas que venham a aprimorar o processo de análise de viabilidade de investimentos em novos pontos de venda com base na avaliação realizada neste estudo.

1.4 MÉTODO

O método de pesquisa utilizado neste trabalho está consubstanciado em um estudo de caso. Desta forma, os objetivos, que estão diretamente relacionados à abertura de novos pontos de venda para a empresa, serão atingidos através da análise do investimento aplicado em uma das lojas da empresa L. C. Bonato & Cia Ltda, inaugurada na cidade de General Câmara, em 01/12/2000.

Segundo Gil (1997), o estudo de caso é caracterizado pelo estudo aprofundado de um ou de poucos objetivos, de maneira a adquirir conhecimento amplo e detalhado sobre o mesmo. Devido a sua flexibilidade, ele é recomendável nas fases iniciais de uma investigação sobre temas complexos, para a construção de hipóteses e/ou reformulação de problemas. Por essas características, ele é de grande utilidade nas pesquisas exploratórias.

Normalmente, o estudo de caso é escolhido como estratégia de pesquisa quando se procura responder às questões "como" e "por que" relacionadas a determinado evento (Campomar, 1991; Yin, 2001). No entanto, como aponta Yin (2001), os estudos de casos também são adequados para responder à questão "o

que", quando se trata de um estudo exploratório, cujo objetivo é desenvolver hipóteses e proposições para pesquisas posteriores.

Triviños (1995) entende que, no estudo de caso histórico organizacional, o interesse da pesquisa recai sobre a vida de uma organização, possibilitando a realização de análise intensiva e aprofundada da organização pesquisada, evidenciando, de forma clara, a sua dinâmica e seu contexto.

A pesquisa foi desenvolvida a partir de um único caso. Como tal, o estudo objetiva conhecer determinada realidade, através do levantamento de todas as variáveis nele associadas, cujos resultados terão validade somente para o caso (Triviños, 1995).

O mesmo autor (p. 111) expõe favoravelmente, enfatizando "o grande valor do estudo de caso: fornecer o conhecimento aprofundado de uma realidade delimitada que os resultados atingidos podem permitir e formular hipóteses para o encaminhamento de outras pesquisas".

Para Yin (2001) o estudo de caso, como método de pesquisa, é de suma importância para aliarmos a prática com a teoria, sendo um dos métodos mais adequados para avaliar os complexos fenômenos organizacionais. As palavras de Donald T. Campbell, na apresentação da obra de Yin (2001), expressam o verdadeiro valor do estudo de caso:

“Ele apresenta, de forma resumida, um método de pesquisa para a investigação de inferências válidas a partir de eventos que se encontram fora dos limites do laboratório, ao mesmo tempo em que mantém os objetivos do conhecimento compartilhado com a ciência laboratorial”. (Yin, 2001, p.7).

Neste sentido, entende-se que várias são as estratégias de se realizar uma pesquisa, como experimentos, pesquisas históricas, análises de informação em arquivos, dentre outros, e cada uma com suas vantagens e desvantagens.

Entretanto, o mesmo autor salienta que a grande importância do estudo de caso como método de pesquisa, está no fato de que muitas vezes não se pode avaliar um processo específico, ou seja, avaliar processos administrativos sem utilizar este modelo, pois na verdade ele é o método que melhor se adapta a este tipo de investigação.

Segundo Yin (2001), quando se deseja, por exemplo, compreender fenômenos sociais complexos, surge a necessidade do uso do estudo de caso, o qual propicia a comparação da teoria com o curso real dos acontecimentos.

“Em resumo, o estudo de caso permite uma investigação para se preservar as características holísticas e significativas dos eventos da vida real – tais como ciclos de vida individuais, processos organizacionais e administrativos, mudanças ocorridas em regiões urbanas, relações internacionais e a maturação de alguns setores”. (Yin, 2001, p.21).

1.4.1 ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS

Alves (1991) aborda que a análise de documentos, neste tipo de metodologia é um dos principais procedimentos de coleta de dados em pesquisas qualitativas, produzindo dados consideráveis, sendo que o processo continuado propicia o arranjo ou disposição das dimensões, categorias, tendências, padrões e relações, desvendando-lhes o significado.

Como ensinamento suplementar, Yin (2001, p. 102) afirma que "a análise dos dados consiste em examinar, categorizar, tabular ou, por outro lado, recombinar as evidências, com o propósito inicial de dirigir o estudo".

Segundo o método apresentado por Yin (2001), a análise do investimento realizado em uma das lojas da empresa L. C. Bonato & Cia Ltda, é um típico exemplo de estudo de caso, onde o pesquisador tem a oportunidade de verificar “in loco” os atuais processos que apóiam a decisão de investimento quanto à abertura de um novo ponto de venda, contrapondo-os com a teoria existente de análise de investimentos na ótica de criação de valor para a empresa.

Cabe destacar, conforme Yin (2001), a observação direta e as entrevistas com os responsáveis pelo processo decisório, dentro do estudo de caso, como fontes relevantes para o pesquisador neste trabalho, o qual fica evidenciado em suas próprias palavras:

“O estudo de caso conta com muitas das técnicas utilizadas pelas pesquisas históricas, mas acrescenta duas fontes de evidências que usualmente não são incluídas no repertório de um historiador: observação direta e série sistemática de entrevistas”. (Yin, 2001, p.27).

De acordo com Yin (2001), e como forma de atingir os objetivos de avaliar o processo decisório da empresa L. C. Bonato & Cia Ltda, consideram-se essenciais as informações coletadas através de entrevistas livres e não estruturadas com os proprietários da empresa, assim como as interpretações pessoais do pesquisador, obtidas através de observação sistemática.

Por fim, devido principalmente às características de um estudo de caso, a facilidade na obtenção dos dados também é um fator positivo, pois estes serão coletados diretamente na fonte, ou seja, diretamente na empresa pelo pesquisador, o qual é parte integrante do corpo funcional do objeto em estudo.

1.5 ESTRUTURA

A Introdução trata da apresentação do estudo, aborda os objetivos do trabalho, sua estrutura, importância e a metodologia empregada.

No Capítulo 2, relata-se uma breve história da origem do setor supermercadista brasileiro e, apresenta-se a empresa L. C. Bonato & Cia Ltda.

No Capítulo 3, são apresentados conceitos básicos de avaliação de ativos, com ênfase na criação de valor para a empresa como principal medida de desempenho. Também são abordados alguns métodos de avaliação, destacando-se o fluxo de caixa descontado como o principal método que sintetiza o conceito de criação de valor. Neste Capítulo, são apresentados ainda, as principais teorias

de mensuração de risco e retorno em investimentos, salientando-se a falta de precisão dos fluxos futuros e a dificuldade de mensuração do custo do capital próprio para empresas de capital fechado no Brasil.

O Capítulo 4 propõe uma metodologia de avaliação para a empresa em estudo com base na teoria existente, avaliando-se o processo decisório atual, assim como a própria decisão de investir em um novo ponto de venda para a empresa, segundo o caso analisado.

Finalmente, a última parte do estudo expõe as conclusões e recomendações para futuros trabalhos.

2 A EMPRESA

2.1 A HISTÓRIA DO SETOR SUPERMERCADISTA BRASILEIRO

A revista Super Hiper da Associação Brasileira de Supermercados, em comemoração aos cinquenta anos de supermercados no Brasil, a partir de setembro de 2002, publicou uma série histórica de artigos sobre o setor, proporcionando ao leitor uma visão clara de como se processaram as lutas e conquistas das organizações do setor supermercadista, conforme relato a seguir.

Desde sua implantação no Brasil, há cinquenta anos, os supermercados têm desempenhado um papel fundamental no abastecimento da população brasileira. Das primeiras experiências de auto-serviço no comércio varejista no final dos anos 40; da inauguração das primeiras lojas caracterizadas como supermercados no início dos anos 50; e do surgimento a partir da década de 60, da maioria das grandes redes em operação atualmente por todo o país, os supermercados se estruturaram e passaram por grandes transformações influenciando novos hábitos de consumo e acompanhando de perto o desenvolvimento da economia e das sociedades brasileiras.

Hoje, consolida-se um modelo que responde por 85% da distribuição dos gêneros alimentícios, de higiene e de limpeza do País, somando 70 mil pontos-de-venda e 156 mil check-outs, além de empregar 710 mil funcionários. Com isso, apesar de ter iniciado com mais de 20 anos de defasagem em relação ao surgimento do modelo nos Estados Unidos após a depressão econômica de 1929, o setor conta atualmente, com milhares de organizações espalhadas por todo o País, desde os grandes centros urbanos até as mais longínquas localidades do interior, movimentando algo equivalente a 6,2% do PIB do Brasil. Assim, os supermercados são o maior e mais eficiente canal que a indústria de bens de consumo dispõe para que seus produtos cheguem de forma mais rápida e econômica aos lares de milhões de consumidores.

Construir esta enorme e moderna base de distribuição exigiu, no entanto, muito sacrifício, tenacidade e disposição para trabalhos dos pioneiros dos setores. Ela é resultado do aprendizado na prática de pequenos e laboriosos comerciantes que souberam aliar o *feeling* a uma capacidade de valorizar o capital obtido no trabalho árduo. A maioria dos pioneiros supermercadistas, imigrantes ou brasileiros, alguns deles ainda hoje ativos, iniciou a sua atividade profissional na adolescência ou até mesmo na infância. Em longas jornadas de trabalho em barracas de feiras, no balcão dos armazéns, em padarias ou em mercearias, eles faziam de tudo, desde carregar caixas e arrumar prateleiras até o atendimento dos fregueses e a faxina dos estabelecimentos. Isto tudo comprova que a origem do setor está fortemente ligada as práticas de pequenas empresas familiares.

A história dos supermercados no Brasil, principalmente nos seus primeiros anos de vida, está intimamente ligada à história de um pequeno grupo de idealistas. Espalhados pelos diversos estados, começaram, quase simultaneamente, a construir um setor que é hoje um dos mais prósperos e evoluídos ramos do varejo brasileiro. É um dos que mais têm contribuído para o desenvolvimento econômico e social do país.

Nos Estados Unidos, um dos maiores motivadores do desenvolvimento do auto-serviço de alimentos foi, sem dúvida, a Grande Depressão, entre o fim da década de 20 e início da década de 30. Ela criou um mercado ávido por preços baixos, que era o que os supermercados mais ofereciam.

No Brasil, dentre outros fatores, um foi preponderante para o desenvolvimento dos supermercados: o surgimento do Imposto sobre Circulação de Mercadorias. Na época, as características que distinguiam os supermercados de outras formas de varejo eram e ainda são as seguintes: operar em auto-serviço, ter no mínimo quatro seções, *layout* que facilite o tráfego de clientes, margens diferenciadas por produtos, famílias e seções e, principalmente, vendas em massa. No entanto, a venda em massa era uma condição fundamental para o sucesso uma vez que reduz os custos fixos, porém ela não acontecia devido aos preços que não eram baixos com a carga tributária imposta ao comércio.

Com isso, o fator desencadeante ocorreu no início do ano de 1967. A mudança tributária que excluía o Imposto sobre Vendas e Consignações e instituía o Imposto sobre Circulação de Mercadorias. Este, calculado sobre o valor agregado, permitiu reduzir pela metade a carga tributária pelo varejo, funcionando assim, como um estímulo à redução de preços e, em consequência, as vendas cresceram.

O desenvolvimento, a partir daí, foi expressivo. De 997 lojas em 1966, esse número chegou a 7.832, dez anos depois. O que representava quase 60% (sessenta por cento) do valor total das vendas de representação.

Os anos 80 trouxeram lojas de depósitos e lojas de sortimentos limitado, os conhecidos Atacados, os quais já faziam sucesso nos Estados Unidos e na Europa. E a década de 90 trouxe as lojas de conveniência, operadas mais popularmente em postos de gasolinas.

Atualmente, no Brasil, as mudanças são muito rápidas. Novidades surgem pelo mundo, e logo nossos Supermercadistas visitam, estudam e procuram aproveitar o que de bom lhes serve. O quadro brasileiro de distribuição de alimentos e não-alimentos em auto-serviço está ficando completo.

De importante já não falta nenhum formato. Em número de unidades e de distribuição geográfica o setor está muito bem. Os supermercados estão espalhados por todo o imenso território brasileiro, em todos os estados e na maioria dos municípios. Já temos o que há de melhor em tecnologia (sistemas de PDV – a informática, novas formas de *merchandising* – propaganda especializada em varejo de massa, entre outros). A diferença agora é só quantitativa e não mais qualitativa. E essa também desaparecerá rapidamente, pois o país hoje, está aberto para o mundo, importando, exportando e procurando a sua modernidade.

Por fim, a década de 50 trouxe para o Brasil, o mais revolucionário sistema de distribuição de alimentos. A constante atualização das lojas, das redes varejistas, suas estruturas organizacionais e seu paralelismo com os países mais avançados, bem como a evolução das indústrias de abastecimento e empresas

de serviços, todos devem muito, até hoje, aos pioneiros que aqui desenvolveram este vitorioso formato.

2.2 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA - HISTÓRICO

A situação econômica da pequena localidade de Barra das Contas, em Guaporé, não apresentava grandes perspectivas, e na busca de melhores oportunidades de negócios, Alfredo Bonato e seu cunhado Augusto Marcolin, juntamente com suas respectivas famílias decidiram partir para São Jerônimo, onde chegaram em dezembro de 1950.

Após uma análise das condições locais, adquiriram um pequeno prédio na Rua 14 de Julho e, neste mesmo local, em 02.01.1951, inauguraram a empresa BONATO & MARCOLIN LTDA, um armazém de secos e molhados com vendas no atacado e no varejo.

Como o mercado apresentava-se promissor, outros membros da família foram deixando a cidade natal e vieram associar-se à empresa, passando a fazer parte do negócio. Cláudio Marcolin, irmão de Augusto Marcolin, que durante algum tempo compôs a sociedade, retirou-se mais tarde para montar sua própria empresa, um posto de combustíveis. O sogro de Alfredo Bonato, Guerino Bregolim e dois filhos deste, Sadi Bregolim e Nairo Bregolim, tornaram-se igualmente sócios.

Com o ingresso dos novos sócios a empresa passou a denominar-se IRMÃOS BREGOLIM & CIA LTDA. Nesta época ocorreu uma razoável expansão da empresa, sendo adquirida mais área física e também novos caminhões, que serviam para coletar mercadorias e para abastecer os armazéns da região carbonífera e alguns outros municípios como Encruzilhada do Sul e Taquari.

Enquanto os Irmãos Bregolim, juntamente com Alfredo Bonato, iam conduzindo os negócios com sucesso, os filhos cresciam e eram encaminhados a Porto Alegre para dar seqüência aos estudos. Foi assim com os dois filhos de

Alfredo Bonato e Iris Bregolim Bonato, pois João Carlos Bonato tornou-se médico traumatologista e Luis Carlos Bonato formou-se em Ciências Contábeis vindo a trabalhar ao lado do pai.

Como decorrência do crescimento do empreendimento e necessidade de constante expansão, foi inaugurado o primeiro Supermercado da empresa na cidade de São Jerônimo. Posteriormente, outro foi instalado em Triunfo, mas sempre mantendo-se em atividade o armazém, hoje conhecido como atacado. Também na mesma época, dando prosseguimento à expansão da empresa, foi inaugurado ao lado do armazém, mais um supermercado da empresa.

As famílias estenderam investimentos em outras áreas. Adquiriram um hotel em Triunfo, áreas de terras e outros imóveis na região, dedicando-se, também à criação de gado e à agricultura.

Passados cerca de dezoito anos, já necessitando diminuir o ritmo exaustivo de trabalho, Alfredo Bonato decidiu alugar o Supermercado de São Jerônimo e o de Triunfo para a rede Real e, quando de seu falecimento, em 1984, Luis Carlos Bonato veio a substituir o pai nos negócios, retomando os Supermercados com a dissolução do arrendamento.

Após o falecimento daquele que representava a mola mestra de toda a empresa, os sócios passaram a discordar entre si e, tornou-se necessária a cisão da empresa, dando origem a três novas empresas.

Luis Carlos Bonato com outros dois sócios iniciaram a empresa L. C. BONATO & CIA LTDA, operando no ramo supermercadista, através do supermercado de São Jerônimo e Triunfo, que lhes coube pela cisão da empresa IRMÃOS BREGOLIM & CIA LTDA, sendo que, passado algum tempo, os dois sócios retiraram-se da sociedade e no lugar destes ingressou Maria Bernadete Cardoso Bonato, esposa de Luis Carlos, situação que se mantém na atualidade.

Luis Carlos Bonato, herdeiro da vocação empreendedora do pai, foi desenvolvendo a empresa, instalando dois supermercados em Charqueadas,

criou um depósito central e escritórios em São Jerônimo e, por último, inaugurou um supermercado na cidade de General Câmara, adquirindo para isto um imóvel onde funcionava o único supermercado da cidade, situação que se mantém até os dias atuais.

Passam-se as gerações e segue-se a tradição desta família, embora em outros tempos, com mais recursos, especialmente tecnológicos e, nessa seqüência, também os filhos do casal Luis Carlos e Maria Bernadete, na medida em que vão crescendo, são encaminhados para estudar em Porto Alegre e, quem sabe, algum deles venha a trabalhar ao lado dos pais e dar seqüência na vida e nos negócios da família, introduzindo inovações, sempre se adaptando aos novos tempos.

2.3 ESTRUTURA DA EMPRESA - DIRETORIA

Atualmente, a composição societária da L. C. Bonato & Cia Ltda, fundada em 04/08/1989, é formada por Luis Carlos Bonato e Maria Bernadete Cardoso Bonato, tendo os sócios, respectivamente, 65% e 35% de participação na sociedade por quotas de responsabilidade limitada. A empresa atua no segmento de comércio varejista, sendo a maior rede de supermercados que atua nas cidades de São Jerônimo, Charqueadas, Triunfo e General Câmara.

A L. C. Bonato & Cia Ltda conta hoje com uma estrutura ampla, composta de cinco supermercados e um depósito central ou central de compras, denominada matriz, onde são geridas todas as operações da empresa através de seu escritório central, empregando no momento, um total de 210 funcionários. As cinco lojas, têm juntas, 5.100 m² de área de vendas, e o depósito central 2.000 m² de área para estocagem e distribuição de mercadorias.

Assim como a história do setor supermercadista brasileiro, a L. C. Bonato & Cia Ltda é de origem familiar, está na sua segunda geração, e mantém esta estrutura até os dias de hoje. A empresa, a partir da cisão, teve um crescimento significativo em cerca de treze anos de existência, com o surgimento da geração

Luis Carlos Bonato que impulsionou a maior expansão da sociedade desde o seu início na década de cinquenta.

Hoje, a diretoria da empresa é formada pelos seus dois únicos sócios. Maria Bernadete Cardoso Bonato coordena a divisão financeira da empresa, enquanto que a divisão administrativa é coordenada por um responsável, diretamente subordinado à diretoria geral. Luis Carlos Bonato desempenha o cargo de diretor geral da L. C. Bonato & Cia Ltda, coordenando principalmente a divisão operacional, ou seja, o departamento de suprimentos, através da central de compras e seus compradores, e o departamento de atendimento a clientes composto pelos cinco supermercados da rede e os seus respectivos gerentes, conforme organograma da empresa ilustrado na figura 01.

A empresa conta ainda com assessorias internas e externas, informática e auditoria interna, ou melhor, normas internas de fiscalização de rotinas. As assessorias externas são realizadas pelos advogados da empresa, atuando principalmente na área trabalhista e civil, enquanto que as cobranças ficam a cargo da assessoria interna. A informática, através do CPD, processa os dados em um sistema de gestão totalmente integrado, coordenando normas de organização e métodos. Atualmente, a fiscalização das rotinas é realizada somente em nível operacional, atuando basicamente nos supermercados, através do trabalho de um supervisor que acompanha e fiscaliza os gerentes das lojas.

Assim, apesar da empresa apresentar uma estrutura organizacional com funções muito bem definidas e distribuídas, um número significativo de decisões, nos mais diferentes níveis, ainda é levado à diretoria geral, para um parecer final. Nesse sentido, observa-se uma centralização de poder, diminuindo a agilidade e dificultando a profissionalização da empresa, mantendo as características tradicionais de empresa familiar.

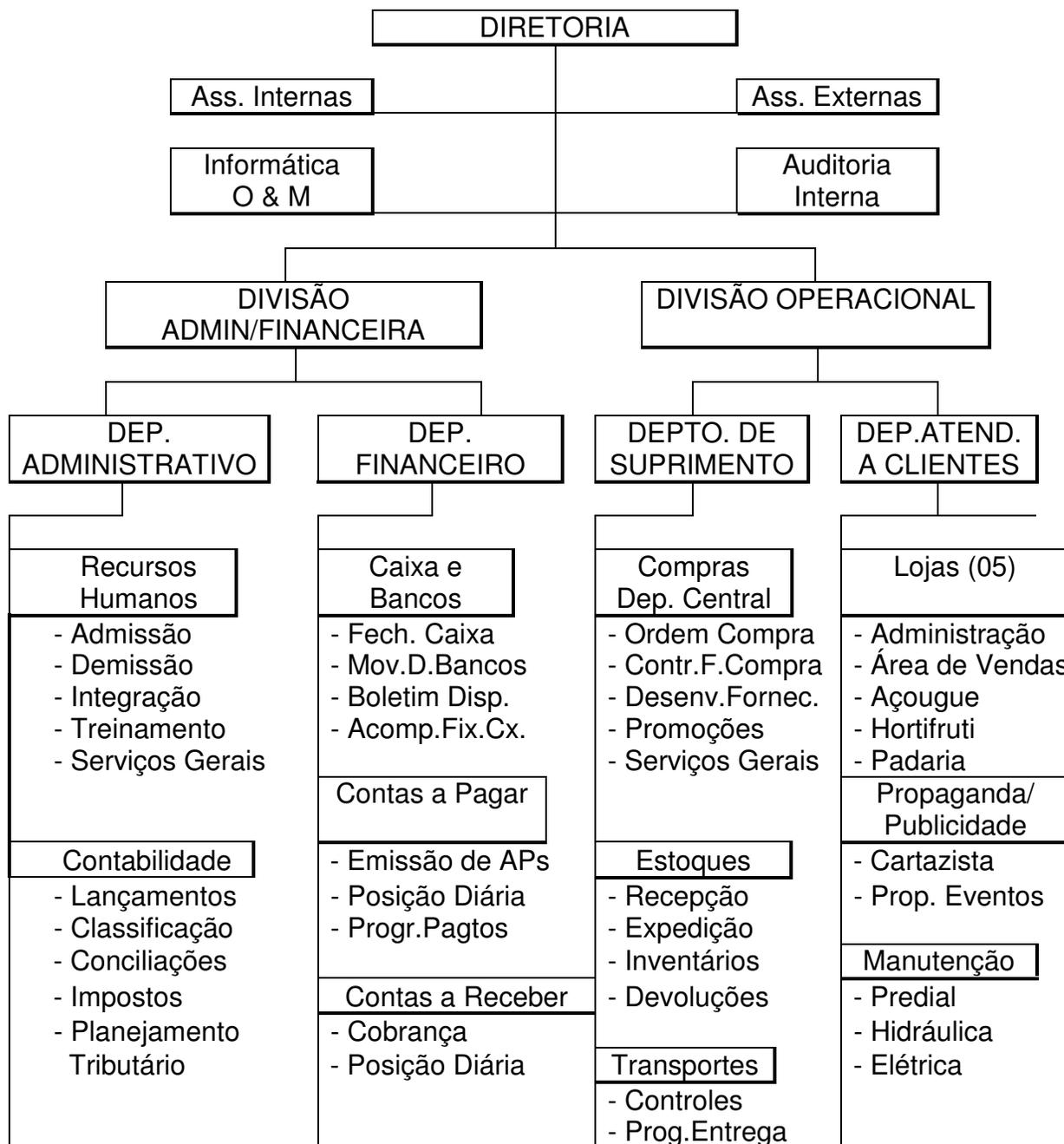


Figura 01 – Organograma da empresa L. C. Bonato & Cia Ltda

3 ANÁLISE DE INVESTIMENTOS APLICADA À AVALIAÇÃO DE ATIVOS

3.1 AVALIAÇÃO DE ATIVOS – VALOR DA EMPRESA

A principal função do administrador, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), está relacionada à constante criação de valor para a empresa. Para eles, a criação de valor é a medida mais importante do desempenho da empresa, e os administradores que não trabalharem neste sentido prejudicarão a saúde de suas corporações.

A literatura atual apresenta discussões exaustivas entre criar valor para o acionista ou modelos favoráveis a partes interessadas.

O texto reproduzido a seguir, descreve a posição de Copeland, Koller e Murrin (2002) em relação a estas discussões:

“Acreditamos, contudo, que os administradores devam concentrar-se na criação de valor por dois motivos. Primeiramente, na maioria dos países desenvolvidos, a influência dos acionistas domina os interesses da alta administração. Em segundo lugar, as economias voltadas para o acionista parecem ter melhor desempenho em relação a outros modelos econômicos e as demais partes interessadas não são exploradas pelos acionistas”. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 4).

Para Gitman (2001), a criação de valor para a empresa concentra-se na maximização da riqueza dos proprietários, pois o preço das ações no mercado é a forma de se mensurar o valor da empresa e, conseqüentemente, a riqueza dos proprietários.

“A meta da empresa e por conseguinte de todos os dirigentes e empregados é maximizar a riqueza dos proprietários da empresa. ... Quando se considera cada alternativa de decisão financeira, em termos de seu impacto no preço das ações da empresa, administradores financeiros devem aceitar somente

aquelas ações que aumentem o valor esperado da ação.” (Gitman, 2001, p. 44).

Na concepção de Damodaran (2002), o valor de uma empresa baseia-se em uma premissa utilizada por grande parte da teoria financeira corporativa:

“Se o objetivo, em finanças corporativas, é a maximização do valor da empresa, então o relacionamento entre as decisões financeiras, a estratégia corporativa e o valor da empresa tem que ser delineado. Nos anos mais recentes, as empresas de consultoria gerencial começaram a oferecer conselhos sobre como aumentar o valor”. (Damodaran, 2002, p. 9).

Para Damodaran (2002) as empresas estão cada vez mais voltadas para consultores e administradores de valor, que informarão como reestruturar e aumentar o valor de sua corporação, evitando que sejam adquiridas ou que passem por dificuldades.

Neste sentido, acredita-se que a criação de valor para o acionista agrega benefícios não só a ele, mas também para as demais partes assim como de toda a economia, pois todos estão interessados na saúde da empresa, ou seja, os sócios no retorno do seu capital investido, os fornecedores na liquidez, os empregados na solidez e nos seus benefícios, e assim por diante. Este fato também é observado no caso em análise, porém em proporções menores, pois trata-se de uma pequena empresa familiar.

Cabe salientar que a controladoria tem papel essencial no processo de criação de valor, pois é ela quem irá gerar e controlar as informações necessárias para manter e assegurar a missão da empresa, zelando pela sua continuidade e otimização do resultado global. O controller precisa conhecer as crenças e valores dos proprietários para assegurar que a missão da empresa seja cumprida, o que geralmente resultará em maximização do valor da empresa. Segundo Schmidt e outros (2002), a missão da controladoria no processo de gestão resume o seguinte:

“Assim, a controladoria tem a função de coordenar os esforços dos gestores no sentido de garantir o cumprimento

da missão da empresa e assegurar sua continuidade, gerando informações relevantes, fidedignas e tempestivas para a tomada de decisões dos gestores, ou seja, prover informações que induzam alcançar um resultado global sinérgico na busca da eficácia empresarial e garantir sua sobrevivência”. (Schmidt e outros, 2002, p. 22).

Torna-se cada vez mais importante o papel do administrador financeiro atuando como administrador de valor, ou seja, ele é peça fundamental no processo de criação de valor para a corporação, pois criar valor, agregar valor é a mais significativa medida de desempenho da alta administração. Com isso, a controladoria ingressa neste processo, monitorando e fornecendo informações relevantes de forma a assegurar o resultado global da empresa.

O administrador de valor precisa ter concentração nos retornos de longo prazo em termos de fluxo de caixa, e não mais em mudanças trimestrais de ganhos por ação adotados por muitos administradores.

Cabe ainda salientar, que a mais importante função do administrador é desenvolver e institucionalizar em toda a empresa uma filosofia de administração de valor, ou seja, criar regras através de um sistema de incentivos na qual concentrar-se no valor para o acionista ou proprietário é uma tarefa a ser realizada sempre e por todos, pois assim a corporação e a economia são beneficiadas como um todo.

Neste contexto, o processo de tornar-se uma empresa voltada para o valor, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), tem dois aspectos distintos. O primeiro envolve uma completa reestruturação da empresa liberando o valor aprisionado, no qual os resultados podem ser imediatos, como os preços das ações dobrando ou triplicando em questões de meses, o que pode não ser um bom sinal, pois isto pode ter um custo muito elevado, podendo envolver desinvestimentos e demissões. O segundo pode evitar as más conseqüências no futuro, ou seja, o administrador de valor precisa desenvolver e administrar constantemente o processo de criação de valor através de planejamento escalonado, mensurando o desempenho e criando um sistema de remuneração por incentivos que tendam para o valor para o acionista, assim como a comunicação com os investidores no

sentido de informar e manter-se informado com relação às expectativas dos mesmos no que se refere à criação de valor para a empresa.

É necessário que a administração do valor se torne uma rotina dentro da corporação, isto é, as tomadas de decisões de investimento precisam ser constantemente confrontadas no que diz respeito ao seu desempenho real e ao seu verdadeiro potencial de criação de valor.

A reestruturação da empresa, segundo os mesmos autores, pode envolver, por exemplo, aspectos como:

- Incluir a criação de valor no planejamento, focando o planejamento da empresa e as análises de desempenho na criação e agregação de valor para o acionista ou proprietário;
- Desenvolver metas e medidas de desempenho voltadas para a criação de valor;
- Atrair a remuneração dos administradores à criação de valor, desenvolvendo um sistema de remuneração baseado em incentivos com relação à criação de valor para o acionista ou proprietário;
- Avaliar as decisões estratégicas de investimento, confrontando o real impacto das mesmas no que diz respeito à criação de valor;
- Desenvolver uma estratégia de comunicação com os investidores ou proprietários, tornando mais clara e evidente as intenções da alta administração;
- Reformular a função do diretor financeiro, tornando o seu papel na empresa como sendo uma ponte entre o foco estratégico e operacional com as necessidades e capacidades financeiras da organização e de seus investidores ou proprietários.

Com isso, após a reestruturação, o administrador de valor precisa infiltrar na corporação uma filosofia voltada para a constante criação de valor, ou seja, administrar o valor precisa ser uma rotina constante na empresa, pois agir no presente pode evitar a necessidade de reagir sob pressão. Assim é necessário

que os administradores identifiquem as oportunidades de criação de valor, tomando decisões em relação a elas regularmente, e não somente quando se virem como alvos de uma tomada de controle, por exemplo.

Estes conceitos são defendidos por Copeland, Koller e Murrin (2002), os quais ficam bem evidenciados em suas próprias palavras:

“..., a administração de valor consiste em três etapas genéricas: **fazer o inventário** da situação da criação de valor na empresa e identificar oportunidades de reestruturação; **agir** em relação a essas oportunidades, que geralmente envolvem grandes transações como alienações e aquisições, além da reorganização da empresa; e **infiltrar** na companhia uma filosofia voltada para a criação de valor”. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 49).

Para Helfert (2000), a sua posição fica bem clara com respeito a qual estratégia a ser adotada dentro do conceito de criação de valor, ou seja, a inter-relação entre estratégia e geração de valor:

“... Na verdade, o sistema equivale a um modelo financeiro básico que exhibe uma interligação de variáveis-chave para manter o objetivo final – a geração de valor mediante fluxos de caixa positivos com o passar do tempo. Adquirir segurança nas opções e decisões sobre essas variáveis é fundamental para administrar, com sucesso e a longo prazo, uma empresa e as expectativas dos acionistas.” (Helfert, 2000, p. 29).

Uma administração próspera, no conceito de Helfert (2000), é aquela onde as estratégias empresariais, os objetivos de investimento, as metas operacionais e as políticas financeiras trabalhem num só sentido, o de criar e agregar valor para a corporação ao invés de gerar conflitos. Eles devem ter um desempenho padrão de longo prazo, baseado em fluxos de caixa futuros advindos de investimentos prósperos existentes e de novos investimentos sólidos. Para ele, este padrão estabelecerá expectativas positivas nos acionistas, principalmente no momento em que o mercado absorver esta informação.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a principal tarefa do administrador financeiro é criar valor para a corporação, o que fica bem claro no trecho a seguir:

“Acreditamos que a tarefa mais importante de um administrador financeiro seja criar valor a partir das atividades de orçamento de capital, financiamento e liquidez da empresa.... a empresa deve gerar um fluxo de caixa maior do que o volume de recursos utilizados. O fluxo de caixa pago aos titulares de obrigações e ações da empresa deve ser maior do que os fluxos de caixa colocados por esses investidores na empresa.” (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 28).

O administrador financeiro, ou seja, o verdadeiro administrador de valor, antes de mais nada, precisa visualizar a empresa como um todo, tanto internamente como externamente, pois só assim entenderá todos os fatos que provocam modificações no valor da empresa e não mais somente as modificações de capital de giro líquido, de fluxo de caixa, de ganhos por ações trimestrais, e assim por diante.

Por tudo isso, entende-se que todos os conceitos, apontam para a criação de valor para a empresa, tendo como foco o acionista, proprietário ou investidor. Os administradores que não trabalharem neste sentido estarão prejudicando a saúde de suas organizações destruirão valor e principalmente fortalecerão as demais partes interessadas em detrimento do acionista, o qual é o centro do negócio.

É necessário lembrar, que o administrador de valor deve principalmente centrar-se na tomada de decisões sobre investimentos, operações e financiamentos, visando à geração de valor econômico em termos de fluxo de caixa para os acionistas ou proprietários da empresa. Ele precisa criar uma cultura de constante criação e administração de valor em todos os integrantes do processo.

Neste sentido, a criação de valor neste estudo está fortemente relacionada ao seguinte: retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade

do capital, ou seja, investir cada vez mais em retornos superiores ao custo do capital, escolhendo estratégias que maximizem o valor presente dos fluxos de caixa ou o lucro econômico. Estas relações serão trabalhadas com muita profundidade dentro do conceito de criação de valor, tendo como foco principal, os investimentos em novos pontos de venda que agreguem valor para a empresa, para o proprietário.

Por fim, entende-se que o valor de uma empresa e a missão do administrador estão fortemente correlacionados, pois o valor de uma empresa melhora na medida em que o administrador cumpre a sua principal função, ou seja, criar e agregar valor para a empresa, para o acionista, para o proprietário. Nesta linha, maximizar a riqueza do proprietário é o foco principal da função do administrador de valor, e isto será confirmado na medida em que ele se concentra nos retornos de longo prazo em termos de fluxo de caixa, avaliando a empresa pelo lado de fora e tomando atitudes em relação a oportunidades de criar valor incremental.

3.1.1 Como Criar Valor

Entende-se que a principal medida de desempenho de uma empresa, é a sua própria capacidade de gerar valor para o proprietário, o que é confirmado por muitos autores. Para Copeland, Koller e Murrin (2002), criar valor nada mais é do que maximizar o retorno sobre o capital investido, ou seja, obter um retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade do capital investido. Segundo os autores, esta é uma questão básica que precisa também ser comparada com outras premissas.

Para simplificar, salienta-se que a criação de valor está associada não só a um retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade do mesmo, mas compará-lo com o real custo do capital, isto é, com o volume de capital expresso em termos de lucro econômico. Este lucro, para ser um real lucro econômico precisa ser expresso como uma diferença positiva entre o retorno sobre o capital investido e o custo deste capital, expressos em valor de acordo

com o volume de capital investido, e estes descontados por uma taxa adequada para serem confrontados em um mesmo instante de tempo. Na prática isto implica um lucro econômico gerado por um volume de capital investido superior ao seu custo de oportunidade, ou seja, superior ao retorno gerado pelo mesmo volume de capital investido em outra atividade com mesmo nível de risco e num mesmo momento.

A lógica básica, segundo Gitman (1997), é de que a criação de valor pela empresa reside no investimento em ativos que possam gerar um resultado maior do que o custo do capital investido na qual o valor é gerado no fluxo produtivo da empresa.

“...devem ser tomadas decisões financeiras e realizadas ações, somente quando os benefícios adicionais superam os custos adicionais” (Gitman, 1997, p. 11).

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1995), as questões básicas em finanças são:

- Que estratégia de investimento a longo prazo deve ser adotada?
- Como podemos levantar recursos para financiar os investimentos necessários?
- Que fluxo de caixa deve a empresa ter no curto prazo para pagar suas contas?

Neste sentido, entende-se que estes autores acreditam também na criação de valor para o acionista como principal medida de desempenho da empresa. Assim, para eles, estas questões estão diretamente ligadas à criação de valor, ou seja, optar por projetos que maximizem os fluxos de caixa obtendo valor presente líquido positivo, pois só assim estaremos fortalecendo a saúde da corporação. Isto significa que:

- a empresa deve procurar comprar ativos que gerem mais dinheiro do que custam;

- a empresa deve vender obrigações, ações e outros instrumentos financeiros que gerem mais dinheiro do que custam.

Depreende-se que a literatura atual consagra o valor presente líquido, na ótica de criação de valor, como a principal técnica que sintetiza o conceito, pois considera o custo de oportunidade do capital assim como o valor do dinheiro no tempo, ou seja, utiliza fluxos de caixa descontando-os de acordo com uma taxa de juro adequada.

A importância do fluxo de caixa para Schmidt e outros (2002), é clara no trecho a seguir:

“O objetivo de uma empresa é gerar valor. O valor corresponde ao fluxo de riqueza futura, descontado pelo custo de oportunidade do capital utilizado. Assim, para determinar o valor de um empreendimento ou de uma empresa, precisamos ter duas informações básicas: o fluxo de caixa a ser gerado e a taxa de desconto adequada.” (Schmidt e outros, 2002, p. 91).

Os fluxos de caixa descontados, também conhecidos como valor presente líquido, são de uma forma simples, os desempenhos futuros de uma empresa, comparados com o volume de capital investido, condensando todos estes valores em um único número. Desta forma, confronta-se o custo de oportunidade do capital com o seu retorno gerado em uma determinada atividade, em um mesmo instante de tempo.

Entende-se ainda que o principal objetivo da empresa é a maximização a longo prazo do lucro econômico, tendo como base o fluxo de caixa descontado para observar a geração de valor para o proprietário, sempre na ótica de se obter um retorno superior ao custo de oportunidade do capital.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), a regra básica em um mercado real, ou seja, em um mercado de empresas de capital fechado é:

“No mercado real a regra para tomada de decisões é simples: escolha estratégias ou tome decisões operacionais que maximizem o valor presente do fluxo de caixa ou do lucro econômico futuro”. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 54).

Os autores também entendem que quando uma empresa passa a participar de um mercado financeiro, ou seja, abre o seu capital, as decisões também são iguais às do mercado real, porém a administração torna-se mais complicada, pois estamos em um mercado financeiro com muitas expectativas.

Contudo, os mesmos autores salientam que em um mercado financeiro perfeito e altamente competitivo, muitas vezes o preço de um ativo se baseia muito mais na expectativa de um maior valor futuro, do que no seu real valor presente. Isto significa em um valor intrínseco acima ou abaixo de uma estimativa, ou seja, o mercado está premiando ou penalizando as decisões do administrador. Estas decisões precisam também se basear na mesma premissa do mercado real, ou seja, maximizar o valor presente dos fluxos de caixa. A principal função do administrador no mercado financeiro nada mais é do que maximizar o valor intrínseco da corporação administrando as expectativas do mercado, através de estratégias e decisões idênticas às do mundo real.

Por fim, Copeland, Koller e Murrin (2002) apresentam cinco lições fundamentais para a criação de valor que são:

- Em um mercado real, cria-se valor através da obtenção de um retorno superior ao seu custo de oportunidade;
- Cria-se cada vez mais valor na medida em que se investe cada vez mais em retornos superiores ao custo do capital. Desse modo o crescimento cria valor, desde que o retorno sobre o capital exceda o seu custo;
- A empresa precisa, sempre, escolher estratégias que maximizem o valor presente dos fluxos de caixa ou o lucro econômico futuro;
- Em um mercado de capitais, o valor dos ativos se baseia no valor intrínseco das expectativas que o mercado tem em relação ao desempenho futuro da corporação;

- Dessa forma, o retorno obtido pelos acionistas depende mais das expectativas do que do real desempenho da corporação.

3.1.2 O Foco está no Caixa

Existe uma larga gama de modelos de avaliação, ou seja dos mais simples aos mais sofisticados. Neste sentido, entende-se que estes modelos fazem diversas suposições a respeito de precificação de ativos e medidas de desempenho como, o lucro econômico em termos de volume, o retorno sobre o capital investido, o preço das ações mais dividendos, o fluxo de caixa descontado, o custo médio ponderado do capital, dentre outros.

Segundo Braga e Marques (2000), as medidas de desempenho utilizadas no processo de avaliação de empresas são muitas vezes obtidas sem a devida consideração a suas limitações. Os autores apresentam medidas como lucro por ação, fluxo de caixa por ação, e valor de mercado sobre valor patrimonial, entre diversas outras, salientando que muitas dessas medidas são utilizadas por investidores como meros receituários algébricos.

Braga e Marques (2000) destacam a relevância de medidas baseadas no fluxo de caixa assim como no lucro econômico. O fluxo de caixa por ação obtido através da razão do montante do fluxo de caixa operacional e o número médio de ações em circulação, é muito importante, pois mede a capacidade de geração de caixa do negócio, indicando o potencial de geração atribuível a cada ação. Apesar disso, conforme Braga e Marques (2000), a divulgação dessa medida não é permitida nos Estados Unidos por entender-se que tal prática pode confundir os usuários em suas avaliações, mas em outros países, como Austrália e Nova Zelândia, permitem a divulgação dessa medida.

Segundo os mesmos autores, devido à ausência dessa medida nos Estados Unidos, por exemplo, surgem medidas aproximadas e muitas vezes arbitrárias, com o intuito de apresentar o potencial de geração puramente operacional de caixa, como é o caso da LAJIDA por ação apresentado pelos

mesmos autores. Segundo eles, a LAJIDA (EBITDA) corresponde ao lucro antes de receitas e despesas financeiras, impostos e depreciações, ou seja, representa a capacidade de um ativo operacional gerar caixa.

Com isso, apesar dos esforços por parte de analistas e acadêmicos em apresentar medidas alternativas de avaliação, Braga e Marques (2000) concluem que “embora algumas dessas medidas possuam os mesmos propósitos de avaliação, como o fluxo operacional por ação e o LAJIDA por ação, não necessariamente revelam as mesmas tendências e/ou valores”. (Braga e Marques, 2000, p.13).

A comparação de medidas de desempenho com diferentes objetivos geralmente causam problemas e divergências, dificultando a avaliação de ativos. A literatura atual, segundo Damodaran (2002), apresenta três grandes abordagens para a avaliação de ativos:

- Avaliação por fluxo de caixa descontado, o qual avalia o valor de diferentes ativos, confrontando o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados para este ativo;
- Avaliação relativa, onde o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis ou padronizados, na qual são comparados através de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, vendas, índice preço / lucro setorial médio, dentre outros;
- Avaliação de direitos contingentes, o qual utiliza modelos de precificação de opções, para ativos com as mesmas características de opções, ou seja, um direito contingente ou opção é um ativo que se paga sob determinadas contingências.

Neste contexto, entende-se que a escolha de um modelo de avaliação, num mundo tão diversificado de medidas de desempenho, é um fator que pode causar dificuldades para o administrador de valor. Na verdade estas três grandes abordagens não são mutuamente excludentes, isto é, podemos utilizar uma abordagem com o apoio de outra, aproveitando as vantagens de cada abordagem em detrimento das respectivas limitações.

Em vista disso, Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Bodie, Kane e Marcus (2000), Brealey e Mayers (1998), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Helfert (2000) e outros autores afirmam que o fluxo de caixa descontado é a principal abordagem para a avaliação de ativos, embora apresente algumas limitações devido à mensuração de taxas de desconto com relação ao paradigma risco e retorno. Cabe lembrar que o fluxo de caixa descontado e o lucro econômico não são alternativos um ao outro, pois o fluxo de caixa descontado concentra o valor no desempenho ao longo de um período orientando as estratégias da empresa, enquanto que o lucro econômico nada mais é do que um indicador financeiro de curto prazo.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), o fluxo de caixa descontado (DCF) é de fundamental importância para avaliação de ativos, o qual é sintetizado no trecho a seguir:

“A abordagem DCF se baseia no conceito simples de que um investimento agrega valor se gerar retorno sobre o investimento superior ao retorno que se poderia obter em investimentos de nível de risco semelhante. Em outras palavras, para um dado nível de ganhos, a empresa com maior retorno sobre o investimento terá de investir menos capital e, com isso, gerará fluxos de caixa e valor mais elevados”. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 69).

Na literatura atual torna-se cada vez mais importante o fluxo de caixa descontado como medida de desempenho de uma empresa, uma vez que ele mede o valor intrínseco de um ativo, ou seja, a expectativa, a capacidade da empresa de geração de fluxo de caixa no longo prazo. Com isso, o valor intrínseco baseado no fluxo de caixa descontado, pode ser usado para avaliar oportunidades de investimentos e estratégias para a corporação e suas unidades.

Os fluxos de caixa por si só não representam tudo. Não se pode analisar somente os fluxos de caixa históricos ou projetados e com eles avaliar-se o desempenho da corporação, pois o que move estes fluxos de caixa são o crescimento da empresa com receitas e ganhos, e por conseqüência o aumento do retorno sobre o capital investido. O uso de medidas como o retorno sobre o

capital investido e o crescimento nos ajuda a entender os diferentes impactos da criação de valor na empresa.

Cabe ainda salientar que o fluxo de caixa descontado não pode ser utilizado para avaliar o desempenho histórico, pois se baseia em projeções. Outra limitação é a de não poder estabelecer metas de curto prazo indicando tardiamente mudanças na criação de valor. Assim, deve-se usar medidas operacionais e estratégicas, os chamados vetores de valor, que podem evitar dificuldades futuras com relação à criação de valor no longo prazo, incorporando benefícios financeiros no curto prazo.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), os indicadores financeiros como o retorno sobre o capital investido e o crescimento das vendas, servem para monitorar e estabelecer metas para o desempenho da organização, enquanto que os vetores de valor complementam estes indicadores, pois monitoram para onde se encaminha a empresa, e desta forma movem os valores do fluxo de caixa descontado. Por fim os indicadores financeiros são “indicadores tardios”, isto é, revelam o passado da empresa, enquanto que os vetores de valor são os “indicadores precoces” pois indicam para onde se encaminha o futuro da corporação.

Em vista disso, a importância de se tratar os diferentes modelos como complementares é reforçada mais uma vez por Martins (2000). Segundo o autor existem várias formas de medir o patrimônio e o lucro de uma empresa tais como avaliação contábil tradicional a custo histórico, custo histórico corrigido, custos de reposição, valor de realização, custo de oportunidade, valor presente do fluxo de caixa dentre outros. “Todas essas formas de avaliação são diferentes maneiras de se ver o mesmo objeto: de forma geral, o patrimônio da empresa, e de forma específica e final, o seu caixa. A diferença é a perspectiva temporal: transações ocorridas, prestes a ocorrer, que poderiam ocorrer e que se espera ocorrerão”. (Martins, 2000, p. 35).

Segundo Martins (2000), primeiramente tinha-se o custo histórico como suficiente, quando da não existência de problemas sérios de inflação, mas com o

decorrer do tempo, o uso do custo corrente passou a crescer de importância. O incremento de terceiros não sócios com fortes valores nas organizações fortaleceu o uso do valor líquido de realização. Entretanto, a realidade atual é crescente no mundo dos investidores em ações, e assim, torna-se cada vez mais importante o uso do valor presente líquido com relação às perspectivas futuras de caixa. “Só que isso não significa, inclusive e talvez principalmente para esses mesmos investidores, a substituição de demonstrações; eles decidem com base nas informações e expectativas sobre o futuro, mas acompanham e conferem com base no velho Custo Original”. (Martins, 2000, p. 37).

Martins (2000) conclui que o importante reside em tratar-se os modelos como complementares, com um ajudando e complementando o outro, e não como alternativos, implicando a eliminação ou não utilização de algum modelo, pois nenhum deles possui todas as informações, qualidades e utilidades exigidas pelos usuários. Segundo o autor (p. 28), “todo o lucro é ou implica a figura do caixa”, e “os únicos fatores que, no longo prazo, podem fazer divergir a mensuração do lucro são: inflação e custo de oportunidade. E o não uso desses dois fatores continua sendo falha imperdoável de nós, Contadores”.

Com isso, a contabilidade, mais especificamente a contabilidade gerencial e a controladoria, segundo Padoveze (1999), ingressam no processo de criação de valor monitorando adequadamente o processo em uma empresa através da utilização de conceitos adequados de mensuração do lucro econômico, assim como apoiando as atividades operacionais através de sistemas de informação contábil e gerencial. “Desta maneira, o papel da contabilidade no processo de criação de valor tem dois pontos referenciais: primeiro, o valor dos produtos finais, que é o valor criado ou agregado pelo processo produtivo; segundo, o custo de oportunidade do capital, que possibilita a mensuração do valor econômico adicionado”. (Padoveze, 1999, p. 15). Em resumo, a contabilidade monitora o valor agregado ou destruído por um ativo com base no custo de oportunidade do capital.

De forma geral, Copeland, Koller e Murrin (2002) acreditam que o mundo dos investimentos e o mercado de capitais operam de acordo com a teoria. Os

autores fizeram uma análise estatística da variação dos preços por ação em relação a diferentes medidas de desempenho e comprovaram o seguinte:

- no mercado, as mudanças de valor estão mais ligadas às mudanças de expectativa do que o real e verdadeiro desempenho da empresa;
- os níveis de avaliação estão fortemente ligados ao retorno sobre o capital investido e ao crescimento;
- o mercado concentra-se nos verdadeiros resultados econômicos, desprezando os tradicionais ganhos por ação no período;
- o mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo, visualizados através do fluxo de caixa descontado, e não só o desempenho de curto prazo, como ganhos por ação.

Segundo a pesquisa, Copeland, Koller e Murrin (2002) comprovaram principalmente a grande importância do uso do fluxo de caixa descontado como ferramenta no processo decisório de investimento. Para os autores, “o fluxo de caixa, movido pela combinação entre crescimento do faturamento e diferenças, move o valor das empresas” (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 81).

Convém lembrar, dentre outras conclusões apresentadas, que o mercado concentra-se no longo prazo, ou seja, fica claro que ele não penaliza arbitrariamente as empresas pela realização de investimentos de longo prazo, desde que avaliados pelo fluxo de caixa descontado, agreguem valor para a empresa.

Em síntese, o mercado valoriza o caixa e não os lucros por períodos e seu impacto sobre o preço das ações. Os verdadeiros administradores de valor utilizam a abordagem do fluxo de caixa descontado para avaliação de investimentos e para a tomada de decisões. Eles concentram-se na elevação, no longo prazo, do fluxo de caixa livre, tendo como recompensa melhores preços por ação. Por fim, concentrar-se nos lucros contábeis em detrimento do fluxo de caixa, geralmente leva os administradores a decisões destruidoras de valor.

3.1.3 Criar e Agregar Valor

De acordo com a teoria existente, toda a empresa se constitui e se desenvolve a partir de investimentos destinados á criação de valor, porém uma questão de suma importância é como criar este valor para o proprietário.

Assaf Neto (1997) resume como uma empresa cria e agrega valor:

“Uma empresa somente cria valor se o retorno do capital investido exceder ao custo de suas fontes de financiamento. Ao tomar decisões de investimento que proporcionam esse diferencial economicamente favorável, a empresa promove um aumento de seu valor agregado, revelando uma atraente aplicação de seus recursos”. (Assaf Neto, 1997, p. 15).

Segundo o mesmo autor, a avaliação de uma empresa para a teoria de finanças refere-se, essencialmente, ao seu valor intrínseco, o qual é uma função dos benefícios econômicos de caixa esperados, do risco referente a esses resultados previstos e da taxa de retorno exigida pelos seus investidores. Em virtude disso, esses parâmetros são básicos na determinação do valor de mercado de uma empresa ou de um projeto, visto que eles são definidos pelas expectativas dos investidores com relação ao desempenho esperado e o seu grau de aversão ao risco.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a base sobre a qual todas as regras se apóiam é chamada por eles de princípio fundamental da tomada de decisões de investimento.

“Para se saber se uma dada decisão de investimento deve ou não ser tomada basta se recorrer ao seguinte teste: se houver uma alternativa superior nos mercados financeiros, o investimento deve ser rejeitado; se não, valerá a pena fazer o investimento”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 71).

Dessa forma, a aprovação de projetos que maximizam o valor da empresa e, conseqüentemente, o valor para o acionista ou a riqueza do proprietário,

precisam das técnicas de avaliação para confrontar os resultados de forma que se aprovelem os projetos que criam e agregam valor para a organização.

Gitman (2001) define que a “abordagem aceitar-rejeitar envolve avaliar as propostas de dispêndios de capital para determinar se elas atendem ao critério mínimo de aceitação para a empresa”, assim como “a abordagem de hierarquização, envolve projetos a classificação hierárquica com base em alguma medida predeterminada”. (Gitman, 2001, p. 268). Em síntese, o autor salienta que o importante consiste em aprovar-se projetos que aumentem o valor da empresa, sendo que a abordagem utilizada dependerá dos critérios de aprovação, ou seja, uma forma aprova o melhor projeto ou os melhores projetos, enquanto que a outra seleciona projetos aceitáveis mutuamente excludentes.

Com isso, a geração de valor está relacionada à aprovação de projetos e ações voltadas ao valor, sendo que para isso é necessária a administração desse valor gerado para a empresa, através de processos que irão atingir todos os níveis da corporação.

A questão central para as empresas não é apenas se elas têm um bom programa de administração baseado no valor para o proprietário, mas se o conjunto de atividades da empresa é realizado de maneira a criar e agregar valor para o proprietário, ou seja, o comportamento geral de todas as pessoas e principalmente o da alta administração devem promover a criação de valor.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), para se criar na empresa um pensamento voltado para o valor, precisa-se agir em seis áreas de atividade:

1. Estabelecer aspirações e metas voltadas à criação de valor.

De forma geral, para uma empresa agregar valor é necessário que ela desenvolva uma aspiração que combine uma declaração de objetivos inspiradora e metas quantitativas ligadas ao valor, ou seja, a empresa precisa declarar que sua meta é maximizar o valor para o proprietário. Em suma, a empresa precisa criar metas quantitativas ligadas ao valor, tendo

por base as expectativas do mercado financeiro com relação a crescimento e retorno sobre o capital investido, assim como o contexto setorial.

2. Administração do Valor.

A companhia precisa administrar sua carteira de negócios de forma a atingir suas aspirações e metas. Neste sentido, torna-se necessário a busca contínua por oportunidades de desenvolvimento do desempenho e administrar um fluxo de crescimento da carteira de negócios, ou seja, quando, onde e quanto investir.

3. Orientar a organização para o valor.

Precisa-se desenvolver uma estrutura organizacional de forma a assegurar que o desempenho e a cultura da organização reforcem as aspirações e metas de criação de valor. Cabe salientar que a estrutura organizacional achatada e descentralizada, no conceito de criação de valor, permite maior transparência e clareza de comunicação, o que não precisa ser tomado como regra geral, uma vez que cada empresa tem suas peculiaridades.

4. Compreender os vetores de valor.

A empresa precisa realizar um processo de definição de vetores de valor, de forma a ajudar os administradores a compreender como o valor é criado e maximizado, onde devem ser colocados os recursos e finalmente ajudar a unir administradores e empregados em torno de um entendimento comum.

Os vetores de valor são as variáveis de desempenho que tem impacto sobre os resultados de um negócio, tais como satisfação do cliente, eficácia produtiva, crescimento das vendas, margem operacional, custo de capital, etc. Ligados aos vetores de valor estão os indicadores-chave de desempenho, ou seja, medidas quantitativas dos vetores de valor, os quais são utilizados para a fixação metas e mensuração do desempenho.

Os vetores de valor devem estar diretamente ligados à criação de valor, devem ser utilizados como metas e medidas de desempenho, assim como

devem abranger o crescimento de longo prazo e o desempenho operacional.

O processo de definição de vetores de valor consiste em criar e identificar os vetores necessários para o processo operacional como receitas, custos, custos do capital e outros; priorizar os vetores de acordo com o impacto de cada um deles na criação de valor para a empresa; e por fim, institucionalizar os vetores às metas e aos placares de gerenciamento contínuo de desempenho das unidades da empresa.

5. Gerenciar o desempenho das unidades da empresa.

Em síntese, o gerenciamento das unidades é realizado através do monitoramento contínuo dos vetores de valor e dos seus respectivos indicadores-chave de desempenho. O gerenciamento é a parte mais importante no processo de criação de valor, pois é neste momento que as metas e os vetores de valor traduzem-se em rotinas de ações e tomada de decisões.

A boa administração das unidades de negócios consiste em dispor de uma estratégia clara para a criação de valor em cada uma das unidades; estabelecer metas claramente ligadas a vetores de valor específicos; e avaliar regularmente o desempenho das unidades através de placares que comparem o desempenho com as metas nos respectivos períodos.

Contudo, a empresa precisa estabelecer uma abordagem eficaz para todas as suas unidades de negócios, através de sistemas sofisticados de fixação de metas e de constantes análises rigorosas de desempenho.

6. Gerenciar o desempenho individual

O gerenciamento do desempenho individual consiste em administrar e avaliar o comportamento individual de todas as pessoas, de forma a direcioná-lo à criação de valor para o proprietário. A empresa precisa fazer com que os administradores pensem e ajam como proprietários, por meio de incentivos, ou seja, atrelando sua remuneração a formas de

comportamento que criem valor para o proprietário. É importante lembrar que as empresas precisam atrair e reter talentos por meio de incentivos, fortalecendo assim a cultura e o conhecimento das pessoas envolvidas em todo o processo.

As avaliações do desempenho individual devem ser realizadas constantemente, tornando visíveis as conseqüências do mau desempenho, fazendo com que todas as pessoas envolvidas na corporação percebam o quanto é importante respeitar as metas.

Em síntese, o gerenciamento do desempenho individual introduz no pensamento das pessoas, as metas gerais de criação de valor da empresa, alinhando os interesses dos proprietários aos das pessoas envolvidas no processo decisório, melhorando assim o desempenho da empresa no longo prazo.

Neste contexto, agregar valor a uma empresa não é algo que tenha um roteiro certo ou um plano-mestre que faça o valor acontecer. Cada empresa precisa desenvolver o seu cronograma de acordo com suas peculiaridades, apurados através de diagnósticos financeiros como, por exemplo, calcular o valor e o lucro econômico de cada unidade da empresa, de forma a dimensionar onde se cria e onde se destrói valor.

Os acionistas ou investidores buscam é a valorização de suas ações e não os lucros apurados pela contabilidade. Helfert (2000) salienta “que a obrigação básica da administração de qualquer empresa é tomar decisões sobre investimentos, operações e financiamentos que aumentarão o valor para o acionista a longo prazo. Nossa discussão do valor dos fluxos de caixa empresariais e das questões envolvidas na reestruturação sugere que a administração deve reexaminar, periodicamente, as políticas e estratégias seguidas, a fim de testar se sua obrigação básica de gerar o valor para o acionista está sendo cumprida.” (Helfert, 2000, p. 307).

O mesmo autor entende que é preciso, além de criar o valor, administrar esse valor de forma que ele cresça e se mantenha, o que fica claro no trecho a seguir:

“Chamados de administração de valor, ... , tais programas relacionam fluxo de caixa e resultados do pagamento de incentivos e são projetados para fornecer um conjunto coerente de princípios econômicos que deveria ser um processo de planejamento da empresa quanto a políticas de investimento, escolhas de financiamento, decisões operacionais e incentivos da administração através do aumento do valor para o acionista.” (Helfert, 2000, p. 307).

Para Helfert (2000), é necessário o gerenciamento constante de todas as atividades, através de sistemas integrados, de forma a criar, maximizar e manter o valor para a empresa. Os vetores de valor servem para traçar metas para atingir-se um sucesso econômico, sendo que eles representam variáveis-chave para o gerenciamento das projeções dos fluxos de caixa na tomada de decisões.

O modelo de Helfert (2000) para avaliar a criação de valor para o acionista é resumido na figura 02. Segundo o autor, os fatores principais da geração de valor para o acionista relacionam-se com três áreas de decisão da administração com relação a investimentos, operações e financiamento. O diagrama representa a ligação essencial entre os objetivos da empresa, que são a criação de valor para o acionista e a liquidez como avaliação de vetores de valor (crescimento das vendas, margem de lucro operacional, investimentos em capital fixo e circulante, custo de capital).

Para o autor “o diagrama identifica os impactos importantes dos fluxos de caixa que definem a geração de valor. O conjunto das decisões operacionais e dos investimentos gera o fluxo de caixa operacional após o imposto de renda ou o fluxo de caixa livre, enquanto as decisões de financiamento influenciam a estrutura do capital e o nível do custo ponderado de capital da empresa.” (Helfert, 2000, p. 308).

Com isso, as decisões operacionais, ou seja, diversificação de produtos, promoções, tecnologia, preços, dentre outros, estão relacionados a vetores como taxa de crescimento de vendas e margem operacional. As decisões de investimento como modernização da estrutura operacional, expansão, informatização, dentre outros, representam vetores como investimento em capital fixo e capital circulante. Por fim, decisões de financiamento da estrutura de capital, representam vetores como custo de capital, que é afetado pela proporção capital próprio e capital de terceiros.

Neste contexto, o sucesso econômico de uma empresa, como liquidez das ações e aumento de valor para o acionista, dependem da correta administração dos vetores de valor. A criação de valor para o acionista, obtida na administração dos vetores, serve como base para providenciar retornos aos acionistas através de dividendos pagos e ganhos de capital obtidos no mercado.

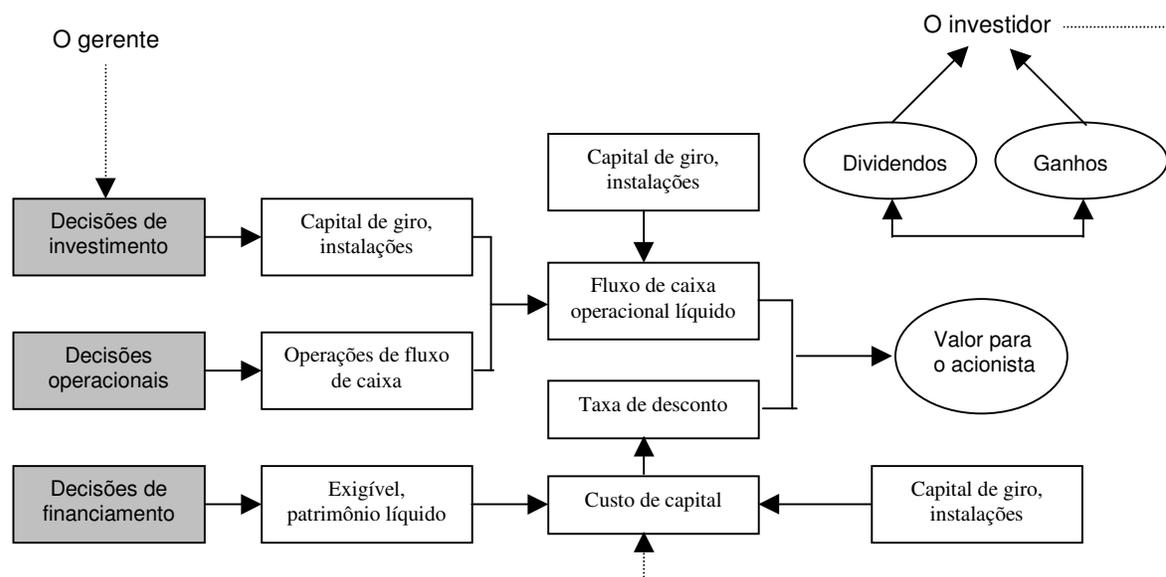


Figura 02 – Uma avaliação da criação de valor para o acionista

Fonte: Figura de Helfert (2000, p.308)

Contudo, uma vez feito o diagnóstico do funcionamento da estrutura e do desempenho organizacional, cria-se uma base para gerenciar e avaliar a empresa em todas as suas partes, priorizando as áreas que exigem maior atenção, e assim atingindo o objetivo central, que é criar e agregar valor para a empresa e, conseqüentemente, para o acionista.

Copeland, Koller e Murrin (2002), observaram os seguintes fatores de sucesso, no processo de criação de valor:

- é necessário o comprometimento total e evidente da alta administração, fazendo com que os empregados percebam a real importância de suas atitudes e comportamentos no processo de criação de valor;
- a participação dos administradores de todas as unidades é essencial e indispensável na análise de vetores de valor, de forma a garantir que se sintam envolvidos no processo;
- é importante a ligação de todas as grandes decisões administrativas com o real impacto das mesmas na geração de valor para a empresa, garantindo assim a importância do esforço de todas as pessoas;
- uma abordagem voltada para medidas práticas favorece a criação de valor, ou seja, garante o ato de fazer acontecer o valor.

3.1.4 Avaliação pelo Fluxo de Caixa

De forma genérica, tem-se como unanimidade por parte dos pesquisadores da área como Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Brealey e Mayers (1998), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Helfert (2000) e outros, a premissa de que a decisão de investimento consiste em avaliar e selecionar projetos que sejam coerentes com a teoria do valor, atingindo-se assim a verdadeira maximização da riqueza dos proprietários. No entanto, a grande questão que norteia os estudiosos é qual o método que melhor avalia o investimento de acordo com a teoria de criação de valor para o proprietário como principal medida de desempenho.

Brealey e Mayers (1998) salientam que o valor de uma empresa representa a sua capacidade de geração de fluxo de caixa futuro, tomando por base a regra do valor presente líquido, a qual desconta os fluxos de caixa futuros de acordo com o custo de oportunidade do capital.

“O valor é, hoje, sempre igual aos fluxos futuros de tesouraria actualizados ao custo de oportunidade do capital.” (Brealey e Mayers, 1998, p. 73).

Neste sentido, Copeland, Koller e Murrin (2002) sustentam a idéia de que o valor de uma empresa é movido pela sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. Logo, a capacidade de uma empresa gerar fluxo de caixa futuro, ou seja, capacidade de criação de valor, será movida pelo crescimento obtido sobre o capital investido superior ao seu custo. Em síntese, o valor de uma empresa migra na direção do crescimento de longo prazo dos retornos sobre o capital investido superior ao seu custo de oportunidade.

Segundo os mesmos autores, embora existam inúmeros métodos de análise de investimentos e de avaliação de empresas, acredita-se que avaliar uma empresa ou um projeto de investimento pela abordagem do fluxo de caixa descontado ou pelo modelo de lucro econômico são, na ótica de criação de valor, as principais técnicas que sintetizam o conceito, pois consideram o custo de oportunidade do capital e utilizam fluxos de caixa descontando-os de acordo com este custo de oportunidade.

Copeland, Koller e Murrin (2002) apresentam alguns modelos de como avaliar uma empresa ou um projeto de investimento com base no fluxo de caixa descontado, assim como alguns métodos alternativos. Para os autores, a questão essencial em qualquer um dos métodos é a mensuração do custo de oportunidade do capital e, nesta linha, pode-se citar o fluxo de caixa descontado empresarial e o patrimonial.

Entende-se ainda, como prioridade para avaliação de um projeto de investimento ou de uma empresa, a necessidade de que as taxas de desconto sejam selecionadas com precisão, refletindo assim o verdadeiro risco de cada fluxo de caixa, isto é, a taxa de desconto está em função do grau de risco de cada ativo.

Segundo Gitman (2001), “o retorno (fluxos de caixa) e o risco são as variáveis-chave para a tomada de decisões no processo de maximização da

riqueza” (Gitman, 2001, p.44). Com isso, o processo de criação de valor para a empresa compreende o entendimento correto e preciso dessas variáveis, pois a taxa de desconto para o fluxo de caixa de um projeto de investimento está diretamente relacionado ao seu grau de risco.

O modelo do fluxo de caixa descontado empresarial determina o valor de uma empresa como sendo o valor de todas as suas operações. Neste modelo, avalia-se a empresa como um todo, considerando o custo do capital próprio e de terceiros para apurar a taxa de desconto, isto é, leva-se em consideração a estrutura de capital da empresa.

Para avaliar-se, por exemplo, o valor operacional de uma empresa ou um projeto, Copeland, Koller e Murrin (2002), resumem a importância da mensuração precisa do custo do capital e por consequência da taxa de desconto:

“Para condizer com a definição de fluxo de caixa, a taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por sua contribuição relativa para o capital total da empresa. A isto chamamos custo médio ponderado do capital (weighted average cost of capital – WACC). O custo de oportunidade de uma categoria de investidores é igual à taxa de retorno que eles poderiam esperar receber em outro investimento de risco equivalente”. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 139).

Damodaran (2002) define assim o fluxo de caixa da empresa:

“Uma empresa é composta de todos os seus detentores de direitos e inclui, além dos investidores em patrimônio líquido, os detentores de obrigações e ações preferenciais. Os fluxos de caixa para a empresa são, portanto, os fluxos de caixa acumulados de todos esses detentores de direitos”. (Damodaran, 2002, p. 134).

Na verdade, o modelo empresarial tem como foco o crescimento das receitas, lucros e base de capital, assim como a obtenção de um retorno sobre o capital investido superior ao custo médio ponderado do capital, o qual leva em consideração a estrutura de capital da empresa. Estes são os dois principais

vetores de valor que efetivamente movem o fluxo de caixa livre e em consequência o valor das empresas.

Entretanto, o modelo do fluxo de caixa descontado patrimonial é mais simples, pois desconta os fluxos de caixa dos proprietários ao custo de oportunidade do capital social. Este modelo não é tão útil quanto o empresarial, exceto em alguns casos especiais, pois é uma análise realizada unicamente da perspectiva de investidores em patrimônio líquido, proporcionando menos informações sobre oportunidades e fontes de criação de valor.

Estas conclusões podem ser confirmadas, também na concepção de Damodaran (2002):

“Existem dois caminhos para a avaliação por fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc.). Embora ambas as abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto relevantes são diferentes em cada caminho”. (Damodaran, 2002, p. 12).

Em vista disso, Damodaran (2002) salienta o seu entendimento com relação ao fluxo de caixa patrimonial ou fluxo de caixa do acionista:

“O fluxo de caixa do acionista é, portanto, o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e de principal, e de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados”. (Damodaran, 2002, p. 123).

Em síntese, a avaliação com base no patrimônio líquido é realizada com base nos fluxos de caixa esperados para os proprietários ou acionistas, ou seja, o valor presente líquido dos lucros ou dividendos futuros esperados descontados com base no custo de oportunidade do capital social ou melhor, capital próprio. Entretanto a avaliação empresarial leva em consideração os fluxos de caixa

esperados para a empresa, descontando-os de acordo com o custo médio ponderado do capital.

Damodaran (2002) resume estes dois modelos alertando para possíveis erros que devem ser evitados:

“Embora as duas abordagens utilizem definições diferentes de fluxo de caixa e taxas de desconto produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado em ambas. O erro-chave a ser evitado é combinar fluxos de caixa e taxas de desconto, uma vez que descontar fluxos de caixa para o patrimônio líquido a valor presente pelo custo médio ponderado de capital levará a um desvio crescente no valor da empresa, ao passo que descontar os fluxos de caixa para a empresa a valor presente pelo custo do patrimônio líquido produzirá um desvio decrescente no valor da empresa”. (Damodaran, 2002, p. 13).

Entende-se que os dois modelos têm utilidades diferentes. O modelo patrimonial visa basicamente estimar o valor para o acionista e, portanto, deve utilizar como taxa de desconto para seus fluxos de caixa: o custo de oportunidade do capital social. Por outro lado, o modelo empresarial considera o valor da empresa como um todo, devendo considerar a estrutura de capital da empresa, ou seja, deve considerar como taxa de desconto para seus fluxos de caixa o custo médio ponderado do capital social.

Segundo Damodaran (2002), a regra para que se equipare corretamente fluxo de caixa e taxa de desconto é:

“A regra fundamental em desconto é equiparar fluxos de caixa à taxa de desconto adequada – fluxos de caixa do acionista a custo de patrimônio líquido, fluxos de caixa para a empresa a custo de capital, fluxos de caixa nominais a taxas de desconto nominais, fluxos de caixa reais a taxas de desconto reais, fluxos de caixa pré-tributação a taxas de desconto pré-tributação e fluxos de caixa pós-tributação a taxas de desconto pós-tributação”. (Damodaran, 2002, p. 147).

Por outro lado, considera-se o lucro econômico um modelo de fundamental importância na avaliação de empresas ou projetos de investimentos. Este modelo

leva a conclusões e resultados absolutamente idênticos ao modelo do fluxo de caixa descontado empresarial.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002) o modelo do lucro econômico considera que o valor da empresa é igual ao volume de capital investido mais o valor presente do valor criado a cada ano. Na verdade, entende-se como lucro econômico a diferença positiva entre o retorno sobre o capital investido e o custo médio ponderado do capital multiplicado pelo montante de capital investido:

Lucro Econômico = Capital Investido X (ROIC – WACC)

WACC \Rightarrow custo médio ponderado do capital

ROIC \Rightarrow retorno sobre o capital investido

Neste contexto, observa-se que o lucro econômico nada mais é do que o montante de valor criado ou destruído na empresa. Logo, acredita-se que este modelo mede o valor da empresa como sendo o valor do capital investido quando ela rende exatamente o custo médio ponderado do capital, e mais, a empresa vale mais ou menos do que o seu capital investido na medida em que ela rende mais ou menos do que o seu custo médio ponderado do capital.

Portella (2000) salienta a importância do lucro econômico, apresentado em um artigo como lucro residual, no processo de avaliação econômico-financeira da empresa e como instrumento de mensuração de performance empresarial.

“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”. (Portella, 2000, p. 9).

Segundo Portella (2000), uma atratividade do método é de ele tornar explícita a condição básica para a criação de valor que é a obtenção de um retorno sobre o capital empregado superior ao seu custo de captação ou custo de oportunidade.

Na concepção de Copeland, Koller e Murrin (2002), a grande vantagem do lucro econômico em relação ao fluxo de caixa descontado empresarial, é que ele considera o custo médio ponderado do capital ano a ano, pois a estrutura de capital também pode variar de ano para ano, ou seja, a principal vantagem está no fato de que o lucro econômico mede o valor criado ou destruído por uma empresa ou um projeto de investimento em um único exercício.

Entende-se, conforme Copeland, Koller e Murrin (2002), que a abordagem do lucro econômico informa que o valor de uma empresa é igual ao volume de capital investido mais um ágio ou deságio que representam o lucro econômico projetado, descontado de acordo com o custo médio ponderado do capital, ou seja, o valor presente do lucro econômico projetado.

$$\text{Valor} = \text{Capital Investido} + \text{Valor Presente do Lucro Econômico Projetado}$$

Copeland, Koller e Murrin (2002), em última análise, apresentam o modelo pelo valor presente ajustado. Este modelo, conforme os autores, é semelhante ao fluxo de caixa descontado empresarial, pois leva em consideração a estrutura de capital da empresa, considerando os benefícios fiscais decorrentes do endividamento, comprovados nas conclusões das propostas de Modigliani e Miller no final da década de cinqüenta.

Famá, Barros e Silveira (2001), apresentam informações sobre a evolução do estudo de estrutura de capital e cálculos econométricos a partir de dados norte-americanos e latino-americanos de variáveis como custo médio do capital, custo do capital próprio e nível de alavancagem financeira. Os estudos de Modigliani e Miller (M&M) em 1958 demonstravam indiferença com relação à estrutura de capital na determinação do valor da empresa. Entretanto, as conclusões de Modigliani e Miller (M&M) em 1963 consideravam o benefício fiscal do endividamento na estrutura de capital da empresa. Os autores concluem o seguinte:

“Os resultados da pesquisa empírica não corroboram o modelo de M&M de 1958. Na presença de um imposto de renda corporativo, a vantagem fiscal associada ao endividamento torna-o vantajoso para a empresa, permitindo a redução do custo médio de capital através de um aumento da alavancagem financeira, como os próprios M&M demonstram em 1963. Neste contexto, os resultados obtidos não podem ser qualificados como surpreendentes”. (Famá, Barros e Silveira, 2001, p. 82).

“Não foram identificadas pelos modelos econométricos quaisquer relações curvilíneas entre o custo médio do capital ou o custo do capital próprio e o nível de alavancagem da empresa. Assim, embora a combinação entre capital próprio e de terceiros pareça relevante para a determinação do valor da firma, não foi possível identificar pontos nos quais esta combinação seria ótima”. (Famá, Barros e Silveira, 2001, p. 82).

Famá e Grava (2000) salientam em relação ao comportamento da estrutura de capital que “o modelo de M&M publicado em 1963 trouxe um consenso sobre tal comportamento, e os estudos posteriores não o refutam, sendo antes generalizações que o complementam com novas variáveis”. (Fama e Grava, 2000, p. 32). Os autores entendem, que a discussão em relação a uma estrutura ótima de capital ainda permanece em aberto embora muito já se tenha estudado sobre isto, pois a estrutura ótima pode variar de uma firma para outra.

Segundo o estudo realizado por Rozo (2001), referente à proporção ótima de recursos próprios e de terceiros, conclui-se o seguinte:

“A dificuldade da satisfação das premissas do modelo MM, no entanto, permitiram concluir que existe uma estrutura de capital ideal para cada empresa, não obstante as dificuldades para determiná-la”. (Rozo, 2001, p. 87).

Em síntese, segundo a teoria, entende-se que existam dois tipos possíveis de padrões de financiamento que uma empresa utiliza, isto é, recursos próprios e recursos de terceiros. Estes padrões representam o grau de alavancagem financeira utilizado na organização, e conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1995), as duas proposições de Modigliani e Miller ilustram perfeitamente os benefícios e as dificuldades do endividamento no sentido de criar valor para a empresa.

Na proposição I de Modigliani e Miller, observa-se que os ativos devem valer o mesmo, uma vez que, sem impostos, não existe alavancagem com o endividamento, ou seja, quando não há imposto de renda por exemplo, a relação entre capital de terceiros e capital próprio é irrelevante.

Por outro lado, a proposição II de Modigliani e Miller considera que em um mundo livre de impostos, a taxa esperada de retorno do capital próprio está positivamente associada ao nível de endividamento, pois o risco do capital próprio se eleva com o endividamento. Esta segunda proposição afirma que o risco de uma empresa aumenta de acordo com o crescimento do seu endividamento, elevando-se também o retorno esperado por parte dos proprietários.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) descrevem resumidamente essas duas proposições:

“Quando não há imposto de renda, a famosa proposição I de Modigliani e Miller prova que o valor da empresa é independente da relação entre capital de terceiros e capital próprio. Em outras palavras, a política de financiamento é uma questão irrelevante, nesse contexto”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 320).

“A proposição II de MM, quando não há impostos, diz que ... a taxa esperada de retorno do capital próprio (também conhecida como custo de capital próprio ou retorno exigido do capital próprio) está positivamente associada ao nível de endividamento. Isto faz sentido, intuitivamente, porque o risco do capital próprio se eleva com o endividamento, ...”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 320).

Entretanto, observa-se que no mundo real as situações são muito complexas e apresentadas de diversas formas. Neste caso, salienta-se a existência do imposto de renda de pessoa jurídica e os custos de falência ou custos do endividamento.

Neste sentido, acredita-se que o valor de uma empresa cresce devido ao incentivo fiscal no uso de capital de terceiros, segundo as proposições de Modigliani e Miller. Porém, considerando-se a possibilidade de falência e os

custos advindos da mesma, observa-se que a empresa passa a ter o seu valor diminuído. Logo, entende-se que o benefício fiscal do endividamento eleva o valor da empresa com dívidas, enquanto que a possibilidade de dificuldades financeiras reduz o valor da empresa com dívidas. O importante consiste em equalizar e confrontar os dois fatores, produzindo um nível ótimo de endividamento ($*\beta$) conforme gráfico 01.

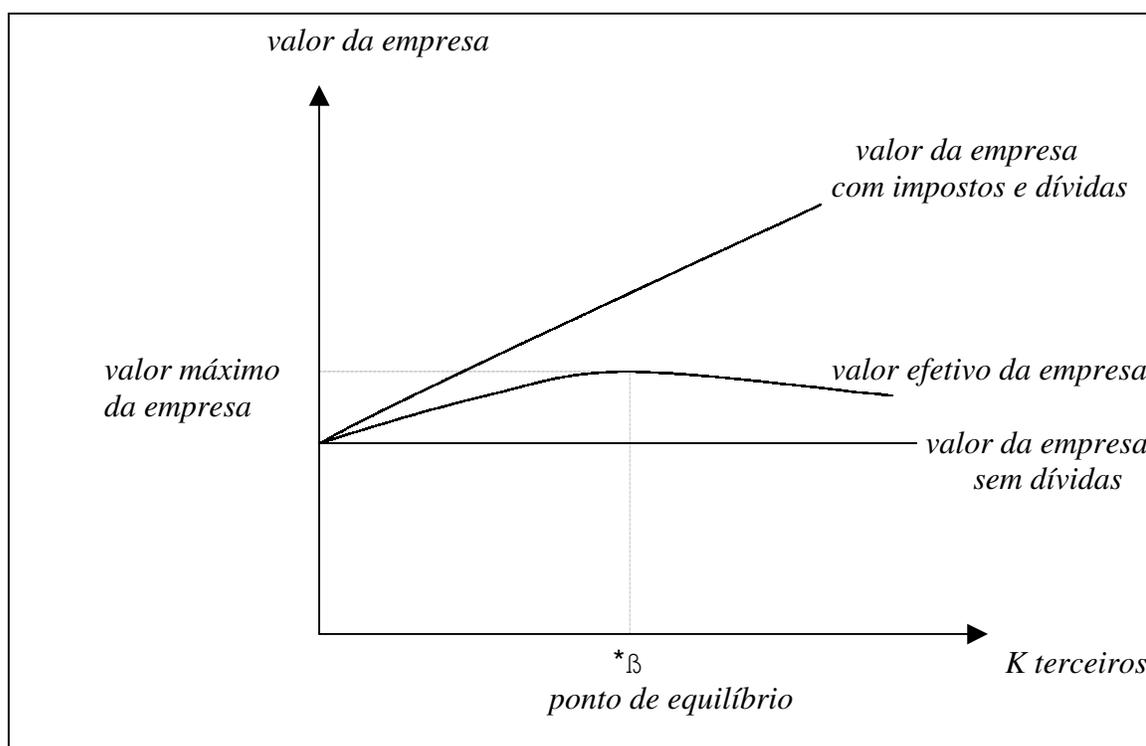


Gráfico 01 – Valor da empresa conforme proposições I e II de Modigliani e Miller

Fonte: Gráfico adaptado de Famá e Grava (2000, p.33)

Famá e Grava (2000) entendem que o endividamento contribui para aumentar o valor da organização devido à eficiência fiscal que promove, enquanto que a restrição financeira imposta pelo endividamento da empresa incorre em custos crescentes pela possibilidade de inadimplência. Com isso, o endividamento contribui até o ponto em que sua contribuição marginal se iguala ao custo da restrição financeira, chegando a um nível ótimo de endividamento.

“Tendo definido esse custo de restrição financeira, a teoria diz então que, a partir do momento em que começa a endividar-se, a empresa conta com um ganho pela eficiência fiscal e um custo de restrição financeira. De início, o ganho é superior ao custo e o valor da empresa aumenta. A partir de certo ponto, entretanto, o custo marginal de restrição supera o ganho fiscal marginal e o valor da empresa começa a decrescer. O endividamento ótimo, que leva ao máximo valor da empresa, é dado pelo ponto em que ambos, ganho marginal e custo marginal, se igualam.” (Fama e Grava, 2000, p. 33).

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) chamam a atenção para três fatores na determinação de um índice desejado de endividamento, pois entende-se que não existe uma fórmula única para estabelecer um grau de alavancagem para toda e qualquer empresa, devendo-se observar o seguinte:

- Impostos. Deve-se considerar o benefício, caso uma empresa tenha lucro tributável por um longo período;
- Custos de Dificuldades Financeiras. Entende-se como onerosas as dificuldades financeiras observadas principalmente em empresas com resultados operacionais mais incertos;
- Hierarquização de Fontes e Folga Financeira. A teoria tem como crucial o fato de que as empresas preferem capital próprio interno do que externo, pois a emissão de novas ações é um capital mais caro pelo motivo de como os investidores avaliam este fato.

Em vista disso, convém lembrar que o modelo do valor presente ajustado (APV), na concepção de Copeland, Koller e Murrin (2002), divide o valor operacional da empresa, ou seja, como se ela fosse totalmente financiada pelo capital próprio, assim como os benefícios fiscais decorrentes do endividamento, considerando as proposições de Modigliani e Miller.

“O modelo APV usa estes conceitos para destacar o impacto dos impostos sobre a avaliação. O modelo APV primeiro avalia a empresa ao custo do capital como se ela não tivesse qualquer endividamento em sua estrutura de capital (ao que nos referimos como custo não-alavancado do capital social). Depois agrega a este valor o impacto dos impostos sobre a alavancagem. Na maioria dos países, os pagamentos de juros

feitos pelas empresas são dedutíveis para fins fiscais. Assim, o total de impostos pagos por uma empresa e seus investidores será menor se a empresa utilizar endividamento em sua estrutura de capital". (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 151).

Por fim, embora a literatura atual apresente diversos modelos de avaliação com base no fluxo de caixa descontado, entende-se que a escolha de qual método a ser utilizado no processo varia de acordo com as características de cada caso.

3.1.4.1 Apuração do Fluxo de Caixa

Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Brealey e Mayers (1998), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Helfert (2000) e outros autores da área, ensinam que a capacidade futura da empresa gerar caixa é a principal medida de valor. Com isso, entendem que o processo de avaliação da firma como um todo é obtido descontando-se o fluxo de caixa com base em uma taxa de desconto que represente o custo de capital.

Em vista disso, todo o projeto de investimento deve ter como regra básica para sua avaliação o fluxo de caixa e não os lucros, pois é através dos resultados de caixa que a empresa assume uma efetiva capacidade de pagamentos e reaplicação dos benefícios gerados pelos investimentos. É mediante o fluxo de caixa, e não outra medida contábil qualquer de resultado, que se mede o potencial efetivo de uma empresa implementar suas decisões de investimento, financiamento e distribuição de lucros.

Para Damodaran (2002) o fluxo de caixa do acionista é o fluxo de caixa residual da empresa depois de terem sido pagas as obrigações da organização como despesas operacionais, impostos e pagamentos de juros e principal de dívidas financeiras. Entretanto, o fluxo de caixa da empresa deve ser entendido como o fluxo de caixa residual depois de terem sido pagas todas as despesas operacionais, impostos e investimentos brutos como imobilizações, porém antes do pagamento de juros e principal das dívidas. Com isso, apesar das duas

abordagens utilizarem definições de fluxo de caixa e taxas de descontos diferentes, ambas apresentaram consistentes estimativas de valor.

3.1.4.1.1 Fluxo de Caixa do Acionista

Damodaran (2002) ilustra como deve ser apurado o Fluxo de Caixa Operacional, que dá origem ao Fluxo de Caixa do Acionista ou Patrimonial, a partir de contas da Demonstração do Resultado do Exercício e do Balanço Patrimonial conforme figura 03.

Segundo o mesmo autor, o fluxo de caixa do acionista deve ser descontado a uma taxa que represente o retorno exigido pelos acionistas para continuarem investindo na empresa, ou seja, o custo do capital próprio.

	Receitas
(-)	Despesas Operacionais
(=)	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBTIDA)
(-)	Depreciação e Amortização
(=)	Lucro antes de juros e impostos (EBIT)
(-)	Despesas com Juros
(=)	Lucro antes dos Impostos
(-)	Impostos
(=)	Lucro Líquido
(+)	Depreciação e Amortização
(=)	Fluxo de Caixa Operacional
(-)	Dividendos Preferenciais
(-)	Variação de Capital de Giro
(-)	Pagamentos de Principal
(+)	Entradas de Caixa Decorrentes de Novas Dívidas
(=)	Fluxo de Caixa Líquido do Acionista

Figura 03 – Fluxo de Caixa do Acionista

Fonte: Quadro adaptado de Damodaran (2002, p.127)

Partindo do Fluxo de Caixa Operacional chega-se ao Fluxo de Caixa Líquido do Acionista depois de deduzidos os desembolsos como pagamentos do principal de dívidas financeiras, variações de capital de giro e outros.

Assim, para Damodaram (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002) e outros autores, o fluxo de caixa do acionista é uma medida do quanto a organização dispõe de recursos para distribuí-los através de dividendos, não significando que tudo será distribuído. O fluxo de caixa do acionista mostra o montante de recursos não comprometidos com outros credores que não os acionistas.

3.1.4.1.2 Fluxo de Caixa da Empresa

Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001) e Brealey e Myers (1998) entendem que o fluxo de caixa da empresa representa o fluxo de caixa residual antes do pagamento de juros e principal de dívidas. Com isso, a avaliação é obtida descontando-se o fluxo de caixa da empresa com base em uma taxa de desconto que represente a ponderação entre o custo de capital próprio (acionistas) e o custo de capital de terceiros ou das dívidas financeiras (credores financeiros). Esta taxa de desconto utilizada para calcular o valor da empresa ou do projeto é chamada de custo médio ponderado do capital (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*).

Segundo os autores o custo médio do capital é definido como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados, como o custo do patrimônio líquido, o custo das dívidas e o custo das ações preferenciais. Ele reflete o custo médio esperado de fundos da empresa e, portanto, se a empresa gerar recursos acima deste custo estará aumentando o seu valor e vice-versa.

Para Damodaran (2002) como uma empresa é composta por investidores em patrimônio líquido, detentores de obrigações e acionistas preferenciais, os fluxos de caixa da empresa são os fluxos de caixa acumulados de todos esses detentores de direitos.

Copeland, Koller e Murrin (2002) salientam que o fluxo de caixa livre, demonstrado na figura 04, reflete o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e que está disponível para todos os seus provedores de capital, seja por endividamento ou por participação acionária.

Para os mesmos autores o fluxo de caixa da empresa procura evidenciar o resultado das operações da organização sem a influência de valores relacionados a dívidas ou aplicações financeiras.

	Receita Líquida
(-)	Custo dos produtos vendidos
(-)	Despesas gerais, administrativas e de vendas
(-)	Depreciação
(=)	Resultado operacional antes de juros, impostos e amortização (EBITA)
(-)	Impostos sobre EBITA
(=)	Lucro líquido operacional menos impostos ajustados (NOPLAT)
(+)	Depreciação
(=)	Fluxo de caixa bruto
(-)	Investimento bruto
	Mudanças de capital de giros
	Investimentos no ativo fixo
	Aumento líquido de outros ativos
(=)	Fluxo de caixa operacional livre
(+/-)	Fluxo de caixa não operacional
(+)	Receita advinda de juros após os impostos
(+/-)	Aumento / (diminuição) de títulos negociáveis excedentes
(=)	Fluxo de caixa disponível para investidores

Figura 04 – Fluxo de Caixa Livre

Fonte: Quadro adaptado de Copeland, Koller e Murrin (2002, p.139 e 167)

Copeland, Koller e Murrin (2002) resumem o fluxo de caixa livre:

“O fluxo de caixa livre é igual aos lucros operacionais após impostos da empresa, mais encargos não caixa, menos investimentos em capital de giro operacional, instalações, equipamentos e outros ativos. Ele não incorpora quaisquer fluxos de caixa ligados ao aspecto financeiro, como despesas com juros ou dividendos.” (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 138).

O uso do fluxo de caixa da empresa, na concepção de Damodaran (2002), é uma forma de melhor visualizar o fluxo de caixa das atividades operacionais da organização, evidenciando o desempenho da empresa a todos os seus fornecedores de capital. Ele procura evidenciar o caixa gerado pelas operações da organização sem a influência de juros relacionados às dívidas.

“Intuitivamente, pode parecer razoável que os fluxos de caixa da empresa devem refletir os benefícios fiscais decorrentes de despesas com juros. Entretanto, o benefício fiscal proveniente da dívida já está refletido na média ponderada do custo de capital, através da utilização de custo de dívida após o pagamento de impostos, e será computado em dobro, se também for incluído nos fluxos de caixa”. (Damodaran, 2002, p. 136).

Em vista disso, salienta-se que os impostos incidentes sobre EBITA, segundo Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002) e outros autores, representam os impostos caso ela não tivesse dívidas ou caixa em excesso, pois esta avaliação não inclui o aspecto financeiro.

Por fim, entende-se que a avaliação da organização pelo fluxo de caixa da empresa, depois de deduzidas suas obrigações com os credores financeiros, passa a ser igual ou muito próxima da avaliação dos acionistas.

3.1.4.2 Estimativa de Taxas de Crescimento

A análise histórica dos dados é considerada o primeiro passo na avaliação de uma empresa. Conhecer o que já ocorreu é fundamental para se desenvolver possíveis alternativas futuras, pois entendendo as limitações passadas pode-se traçar melhor os caminhos possíveis do futuro. Entretanto, o panorama de uma empresa possui muitas variáveis que devem ser consideradas na avaliação,

indicando que apenas a análise do desempenho passado não é a única premissa para se prever o futuro.

Copeland, Koller e Murrin (2002), definem o primeiro passo no processo de avaliação:

“O primeiro passo na avaliação de uma empresa é a análise do seu desempenho histórico. Uma boa compreensão do desempenho passado da empresa proporciona uma perspectiva essencial para o desenvolvimento e avaliação de previsões quanto ao desempenho futuro”. (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 160).

Segundo os autores, a análise do desempenho histórico deve concentrar-se nos principais vetores de valor como retorno sobre o capital investido e crescimento. Além disso, precisa-se analisar a empresa do ponto de vista de crédito ou liquidez, verificando se ela está gerando ou consumindo caixa, analisando o seu grau de endividamento em relação ao patrimônio líquido, a sua margem de segurança¹ no que se refere a endividamento, dentre outros. Os autores citam os seguintes passos para a análise do desempenho histórico no desenvolvimento de uma perspectiva futura:

- Reorganizar as demonstrações contábeis para obter maiores “*insights*” analíticos para estimar o retorno sobre o capital investido, o fluxo de caixa livre e o lucro econômico.
- Calcular o fluxo de caixa livre para saber se a empresa gera ou consome caixa, sendo que o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa operacional efetivo da empresa, ou seja, é o fluxo de caixa total após os impostos, disponível para todos os seus fornecedores de capital.

¹ Margem de Segurança: Grau de segurança que a empresa proporciona aos seus credores de acordo com a sua estrutura de capital.

- Decompor o retorno sobre o capital investido, fornecendo maiores “*insights*” sobre os vetores de valor, de forma a desenvolver uma perspectiva integrada. Copeland, Koller e Murrin (2002), citam um exemplo de estratégia operacional, ou seja, os atacadistas costumam ter margens pequenas e alto giro de capital, enquanto que companhias telefônicas geralmente têm margens elevadas e baixo giro, pois margens elevadas podem compensar giros menores.
- Após calcular os vetores históricos de valor, analisam-se os resultados comparando com outras empresas do mesmo setor de forma a desenvolver uma perspectiva integrada que combine análise financeira com uma análise da estrutura setorial.
- Analisar a saúde de crédito e liquidez da empresa, ou seja, analisar a qualidade de crédito e liquidez de como a empresa vem financiando a criação de valor. Esta análise pode envolver questões mais avançadas do desempenho financeiro, como o “*leasing*” quando não é reconhecida a obrigação devido a incentivos fiscais, devendo ser computado no cálculo do custo médio ponderado do capital.

Em vista disso, a análise do desempenho histórico não pode ser a única predição do futuro, pois ao longo do tempo podem ocorrer mudanças na empresa, no setor e na economia, como incorporação de novos produtos, desenvolvimento de novas tecnologias otimizando a produção e alterando a estrutura de custos da empresa; o surgimento de concorrentes pode modificar o volume e o “mix” de vendas, a margem de lucro, e assim por diante; mudanças econômicas e políticas impostas pelo Governo podem trazer transformações para o mercado; e assim por diante.

Para se fazer uma boa previsão é importante, além de analisar o desempenho histórico, analisar a economia e o setor onde a empresa está inserida, avaliando as possíveis tendências econômicas de forma a fazer-se uma previsão aplicável à empresa em foco.

Damodaran (2002) entende que a estimativa das taxas de crescimento tem um papel-chave na avaliação, pois o valor de uma empresa ou de um projeto concentra-se na avaliação dos fluxos de caixa projetados. Segundo o autor, há três formas possíveis de se estimar taxas de crescimento, isto é, baseadas no crescimento passado, retiradas de estimativas feitas por outros analistas que acompanham a empresa ou relacionadas aos dados básicos da empresa.

Para Damodaran (2002), as “taxas passadas de crescimento são úteis na previsão de crescimento futuro, mas raramente podem ser consideradas como informação suficiente” (p. 159), e neste sentido, o bom senso do analista deve sempre prevalecer.

O mesmo autor entende que o valor do crescimento passado na previsão de crescimento futuro é determinado por diversos fatores, incluindo os seguintes:

- Variância das taxas de crescimento: A utilidade das taxas de crescimento passadas é inversamente relacionada a sua variância, sendo que uma forma simples de avaliar a variância é através do desvio padrão das taxas de crescimento dos lucros por ação passados, ou através de regressão linear e logarítmico-linear dos lucros por ação. Em resumo, deve-se ter cautela quando as taxas de crescimento passadas apresentam uma significativa volatilidade, pois isto dificulta a previsão do desempenho.
- Porte da empresa: Deve ser ponderado na análise, pois as taxas são expressas em percentuais.
- Comportamento cíclico da economia: As mudanças cíclicas em determinados setores fazem com que as taxas de crescimento passadas tenham pouco valor na previsão das taxas futuras, e neste caso seria conveniente utilizar-se dois ou mais ciclos.
- Mudanças nas bases: Mudanças relacionadas a empresa como o “*mix*” de seus negócios, seleção de projetos, estrutura de capital e política de dividendos, diminui a confiabilidade das taxas passadas na previsão das taxas futuras de crescimento.

- Qualidade dos lucros: Nem todos os crescimentos dos lucros são iguais, pois o crescimento de lucros gerado por mudanças na política contábil ou por aquisições é menos confiável do que o crescimento gerado por um aumento de número de unidades vendidas, devendo receber uma ponderação menor na previsão do crescimento futuro.

Outra forma de se estimar as taxas de crescimento segundo Damodaran (2002) é a partir do consenso de previsões de outros analistas que acompanham a empresa e o mercado. Os analistas, além de usarem dados históricos, podem utilizar informações que sejam úteis na previsão do desempenho, ou seja, informações publicadas através de relatórios obrigatórios, informações macroeconômicas que podem impactar o crescimento futuro como o crescimento do PIB, informações relevantes geradas pelos concorrentes sobre perspectivas futuras, informações particulares sobre a empresa de entidades que a acompanham, informações públicas sobre outros dados além de lucros, dentre outras informações.

O mesmo autor salienta ainda que a utilização das informações dos analistas está condicionada a fatores como quantidade de informações recentes específicas da empresa, número de analistas que acompanham a empresa, a extensão do desacordo entre os analistas assim como a qualidade dos analistas. Assim, são úteis as informações dos analistas para se chegar a uma taxa de crescimento, entretanto não se deve utilizar cegamente essas informações, pois analistas também cometem erros, assim como, muitas vezes, eles podem não considerar algumas mudanças fundamentais nas características da empresa.

A terceira abordagem, segundo Damodaran (2002) refere-se a dados básicos da empresa.

“Embora o crescimento de uma empresa possa ser medido pela história ou por previsões de analistas, ele é determinado pelas decisões fundamentais que uma empresa toma quanto às linhas de produto, margens de lucro, alavancagem e política de dividendos”. (Damodaran, 2002, p. 167).

Em vista disso, na prática as três abordagens apresentadas pelo autor freqüentemente se sobrepõem, e com isso, a utilização de apenas uma das três taxas resultará em uma escolha de acordo com a empresa em análise. No entanto não há motivo para utilizar-se apenas uma taxa de crescimento, sendo que cada abordagem para a previsão do crescimento gera um valor informacional. O importante consiste em equalizar as três taxas, com pesos associados a cada uma em função do seu valor informacional, de forma que elas possam ser incorporadas na análise final. Por fim Damodaran (2002) entende que esse valor informacional pode ser avaliado utilizando-se tanto avaliações estatísticas através do erro padrão de cada uma das três estimativas, sendo que quanto maior o erro menor o peso.

3.1.4.3 Situações Especiais onde o Fluxo de Caixa Descontado necessita de adaptações

O fluxo de caixa descontado tem como premissa básica o conceito de valor do dinheiro no tempo. Segundo Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), e outros, este é um dos conceitos mais importantes no mundo das finanças, sendo que a regra do valor presente líquido absorve este conceito e considera como o valor de qualquer ativo, o valor estimado do fluxo de caixa futuro deste ativo, descontado de acordo com uma taxa de risco.

Neste contexto, a expectativa de geração de caixa futura e a taxa de desconto a ser utilizada são as duas principais variáveis empregadas na avaliação de ativos através do fluxo de caixa descontado. Considerando que essas informações são de fundamental importância na avaliação, é natural que empresas mais estáveis, com geração de caixa positiva e com um grau de risco que possa ser medido através de uma taxa de desconto, apresentam situações mais favoráveis ou perto de uma situação ideal. Entretanto, quanto mais distante a empresa estiver dessa situação, maior será a dificuldade de adaptação do modelo do fluxo de caixa descontado na avaliação da mesma empresa.

Damodaran (2002), apresenta alguns casos em que o fluxo de caixa descontado precisa ser modificado, ou seja, para empresas cíclicas, empresas em dificuldades financeiras, empresas com opções de produtos especiais e empresas de capital fechado.

Empresas cíclicas são, por definição, voláteis e tendem a seguir a economia e o setor onde se encontram inseridas. Os lucros voláteis aumentam em fases de aquecimento econômico, ao passo que diminuem ou até tornam-se negativos durante épocas de recessão. Copeland, Koller e Murrin (2002) salientam que empresas cíclicas são muito voláteis para condizerem com a abordagem do fluxo de caixa descontado, pois a volatilidade, por exemplo, dos preços das ações dessas empresas pode ser explicada pela falta de certeza da direção do ciclo econômico e setorial. A utilização de cenários e probabilidades no fluxo de caixa dessas empresas pode ser empregado para romper com o ciclo e criar valor para a empresa e seus acionistas.

Segundo Damodaran (2002) há duas questões básicas a serem abordadas na aplicação do fluxo de caixa descontado para essas empresas, ou seja, relativa à ciclicidade dos lucros no ano-base e à incorporação dos efeitos da volatilidade dos lucros ao valor.

Para o mesmo autor, “deixar de ajustar os lucros do ano-base em função de efeitos cíclicos pode levar a erros significativos de avaliação, uma vez que esses efeitos provavelmente se dissiparão à medida que o ciclo econômico se modifica”. (Damodaran, 2002, p. 329). Por outro lado, outra dificuldade é como lidar com a volatilidade dos lucros, sendo que uma maneira de amenizar isto é embutir na avaliação, expectativas de recessões e recuperações futuras nos fluxos de caixa, porém isto representa um trabalho difícil e perigoso. Outra maneira é embutir na taxa de desconto essa variabilidade dos lucros, induzindo a um grau de risco mais elevado e, por conseqüência, a uma taxa de desconto mais elevada. Com isso, a utilização do fluxo de caixa descontado para empresas cíclicas está sujeito a resultados pouco confiáveis, a menos que o analista possa prever, com um grau de precisão razoável, o momento e a duração dos ciclos

econômicos e setoriais, ou seja, prever cenários desde o otimista até o pessimista para uso na análise.

Por outro lado, na concepção de Damodaran (2002), empresas em dificuldades financeiras têm alguma ou todas as seguintes características: lucros e fluxos de caixa negativos, falta de capacidade de pagamento, ausência de dividendos e um alto coeficiente de endividamento / patrimônio líquido. Com isso, em empresas desse tipo, ou seja, em empresas à beira da falência, o modelo do fluxo de caixa descontado não funciona muito bem, visto que a existência de elevados fluxos de caixa negativos, se não for compensado por fluxos de caixa positivos em anos seguintes, todos trazidos a valor presente, resultarão em um somatório negativo, inviabilizando a avaliação.

Apesar disso, se a dificuldade financeira não for momentânea, pode-se avaliar a empresa pelo valor de liquidação, quando o valor de mercado dos ativos não excede o valor nominal da dívida pendente, ou por modelos de precificação de opções, onde se avalia a empresa com base em outra empresa altamente alavancada em que o valor do ativo é menor do que o valor nominal da dívida.

Empresas com opções de produtos especiais são firmas que possuem, por exemplo, a patente de determinados produtos que momentaneamente não são viáveis, mas que poderão ser valiosos no futuro. Com isso, ativos que não estejam produzindo fluxo de caixa no momento ou que também não se espera geração de caixa para um futuro próximo, podem não ser plenamente avaliados pelo modelo do fluxo de caixa descontado.

Damodaran (2002) salienta três soluções possíveis para empresas com opções de produtos especiais, ou seja, avaliar as opções de produtos no mercado e somá-las ao valor da avaliação pelo fluxo de caixa descontado, utilizar uma taxa de crescimento mais elevada para capturar o valor adicional decorrente das opções de produtos, ou utilizar um modelo de precificação de opções para avaliar as opções de produtos e somar este valor ao valor obtido na avaliação pelo fluxo de caixa descontado. Entretanto, salienta-se que “o problema primário na avaliação de empresas com opções de produtos não é que as opções sejam

ignoradas, mas que são freqüentemente contadas em dobro”. (Damodaran, 2002, p. 346).

Em empresas de capital fechado um problema significativo no uso do fluxo de caixa descontado concentra-se na medida de risco para estimar-se uma taxa de desconto, uma vez que a maioria dos modelos de risco e retorno utiliza como parâmetro de risco os preços ou retornos históricos do ativo analisado. Para contornar este problema Damodaran (2002) apresenta três abordagens:

- Utilizar o beta de empresas comparáveis no mercado para se estimar o beta de uma empresa de capital fechado, sendo que uma empresa comparável é aquela que atua no mesmo ramo e possui alavancagem operacional e financeira similar.
- Utilizar betas contábeis, ou seja, o beta contábil é estimado a partir dos lucros ao invés dos retornos. Neste procedimento, os lucros periódicos da empresa são regredidos contra os lucros agregados do mercado para se obter um beta. Os principais problemas nesta abordagem referem-se aos lucros que são medidos com muito menos freqüência do que os retornos e que eles estão sujeitos a erros de medição contábil.
- Utilizar fundamentos financeiros como variabilidade de lucros, pagamento de dividendos e alavancagem. Nesta abordagem os betas de empresas de capital aberto são regredidos contra os fundamentos financeiros de empresas fechadas para projetar-se betas para as mesmas.

Outro problema relacionado à empresas de capital fechado refere-se tanto a estimativas de fluxo de caixa como a estimativa de taxas de crescimento, pois o analista externo possui um número reduzido de informações devido à ausência de exigências de divulgação de informações a que estão submetidas as empresas de capital aberto. Segundo Damodaran (2002) não há soluções simples para estes problemas, mas pode-se tomar alguns cuidados como examinar minuciosamente despesas relacionadas a salários ou moradia da gerência para determinar se realmente são remunerações e não retorno sobre o capital, analisar as mudanças

nos fluxos de caixa caso uma empresa de capital fechado venha a abrir seu capital, dentre outros. Com isso, avaliar empresas de capital fechado tem os seus devidos problemas, porém acredita-se que nenhum deles é insuperável, pois qualquer que seja a avaliação, tanto em empresas de capital aberto quanto em empresas de capital fechado, está sujeita a erros.

Por tudo isso, a tradicional avaliação pelo fluxo de caixa descontado precisa ser modificada ou adaptada em determinados casos, para oferecer estimativas razoáveis de valor. Alguns desses problemas foram aqui apresentados como a avaliação de empresas cíclicas, de empresas de capital fechado, de empresas com dificuldades financeiras e de empresas com produtos especiais. Nestes casos o modelo do fluxo de caixa descontado é suficientemente flexível, podendo ser utilizado para se estimar o valor da empresa ou de um ativo.

3.2 ANÁLISE DAS DECISÕES DE INVESTIMENTO – MÉTODOS DE ANÁLISE

Conforme já discutido nas seções 2.1.2 (O Foco está no Caixa) e 2.1.4 (Avaliação pelo Fluxo de Caixa), acredita-se que a existência de diversos modelos de análise de investimentos, dos mais simples aos mais sofisticados, na prática, acaba tornando-se uma dificuldade para os diferentes analistas. Neste contexto, observa-se como principal premissa na teoria discutida anteriormente, que o método do valor presente líquido, na ótica de criação de valor, é a principal técnica que sintetiza o conceito, pois considera o custo de oportunidade do capital (o valor do dinheiro no tempo), ou seja, utiliza fluxos de caixa descontando-os de acordo com uma taxa adequada.

A importância da técnica do valor presente líquido é definida por Brealey e Myers (1998).

“Primeiro, o critério do VAL pressupõe que um dólar disponível hoje vale mais do que um dólar disponível amanhã, porque um dólar disponível hoje poderá ser aplicado e começar imediatamente a render juros. Qualquer critério de análise de investimentos que não reconheça o valor temporal do dinheiro não pode ser adequado. Segundo, o valor actual

líquido depende unicamente dos fluxos de tesouraria previsionais do projeto e do custo de oportunidade do capital". (Brealey e Myers, 1998, p. 87).

Ross, Westerfield e Jaffe (1995), apresentam algumas regras alternativas de análise de investimentos.

- Período de Payback: é o tempo de retorno do investimento, isto é, em quanto tempo o investimento retornará, isto sem considerar o valor do dinheiro no tempo.
- Período de Payback Descontado: é o tempo de retorno usando o fluxo de caixa descontado.
- Taxa Média de Retorno Contábil: é uma taxa que representa o quociente entre o lucro líquido do projeto e o valor contábil investido no projeto.
- Taxa Interna de Retorno: é uma taxa que sintetiza os méritos do projeto, considerando o valor do dinheiro no tempo.
- Índice de Rentabilidade: é o quociente entre o valor presente dos fluxos posteriores ao investimento inicial dividido pelo investimento inicial.

Entende-se que cada um desses métodos apresenta pelo menos uma característica especial favorável, porém nenhum deles é capaz de suplantam a regra do valor presente líquido – VPL, pois a técnica do VPL é compatível com a criação de valor na medida em que utiliza todos os fluxos de caixa de um projeto, descontando-os corretamente de acordo com uma taxa. Com isso, observa-se que a técnica do VPL informa a criação de valor através de um VPL positivo e a destruição de valor através de um VPL negativo.

Nessa abordagem, observa-se que o Valor Presente Líquido nada mais é do que o valor presente dos fluxos de caixa futuros deduzidos do valor do investimento, isto considerando o valor do dinheiro no tempo, ou seja, uma taxa de desconto. Cabe ainda salientar que a escolha por projetos com VPL negativo nem sempre significa prejuízo, pois o lucro não é sinônimo de dinheiro e sim um valor econômico. Porém, tecnicamente falando, um administrador não deve aceitar projetos com VPL negativo, pois isto significa que o custo de oportunidade

do capital não está sendo remunerado e mais, precisa-se estar atento ao fato de que os investidores migram na direção do melhor VPL.

Por isso, considera-se importante a explanação destes métodos alternativos, como forma de ressaltar a importância do VPL na avaliação de empresas ou de projetos de investimento, pois o VPL utiliza todos os fluxos de caixa da empresa ou do projeto descontando-os de acordo com uma taxa adequada. Por outro lado, deve-se alertar como principal dificuldade de mensurar a criação de valor por parte do administrador, a falta de precisão dos fluxos de caixa pelo fato de que sua distribuição no tempo não pode ser totalmente definida, conhecida, ou seja, as taxas normalmente não são mensuradas com exata precisão. Apesar disso, entende-se que o VPL ainda é a melhor técnica que sintetiza o conceito de criação de valor.

3.2.1 Payback Simples

A regra do método é simples e fácil de ser aplicada, pois entende-se que o payback simples ou período de payback representa o tempo de retorno de um investimento, desconsiderada a taxa de desconto desse investimento. Nesse sentido, o investimento será aprovado ou reprovado, segundo o método, caso ele retorne à totalidade do investimento dentro de um período estipulado; ou aprova-se o investimento com menor período de payback, pois menor será o prazo de recuperação do investimento quanto menor for o período de payback.

Para Assaf Neto (1992) o método consiste no cálculo do prazo necessário para que o montante do dispêndio de capital efetuado seja recuperado através dos fluxos líquidos de caixa gerados pelo investimento sem considerar uma taxa de desconto. Segundo o autor, o período de payback não é um método baseado no critério do fluxo de caixa descontado, mas apesar disso, ele se destaca pela sua simplicidade e ampla utilização pelas unidades decisórias.

Gitman (2001) define da seguinte forma o conceito do método:

“O período de payback é o exato momento de tempo necessário para a empresa recuperar seu investimento inicial em um projeto calculado a partir de seus fluxos de entrada de caixa”. (Gitman, 2001, p. 300).

Pode-se citar como uma vantagem na utilização da regra, a facilidade de aplicação e interpretação dos resultados. Gitman (2001) comenta que o método “é amplamente usado por grandes empresas para avaliar pequenos projetos e por pequenas empresas para avaliar a maioria dos projetos”. (Gitman, 2001, p.301). Entretanto, muitas vezes essa facilidade pode levar os dirigentes a decisões equivocadas, geralmente verificado em investimentos relativamente pouco importantes.

As principais desvantagens apresentadas pelo método do payback simples, são demonstradas em um dos exemplos de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), onde estipula-se um prazo para a recuperação do investimento, e portanto será aprovado o projeto que retornar o investimento dentro do período estipulado:

- O método não considera a distribuição dos fluxos de caixa dentro do período de recuperação, ou seja, dentro de um período estipulado para o retorno do investimento, pois ele não considera o valor do dinheiro no tempo.
- O payback simples desconsidera todos os fluxos posteriores ao ponto em que o investimento é recuperado, e mais uma vez, esta visão de curto prazo pode estar em desacordo com os proprietários, pois muitas vezes tenderá a aceitar projetos de curto prazo e geralmente baixa rentabilidade em detrimento de projetos de longo prazo e alta rentabilidade.
- Não há orientação comparável no período de payback, com relação a escolha do período de recuperação do investimento, tornando a escolha arbitrária na maioria dos casos.

A concepção de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), é claramente definida no seguinte:

“Resumindo, o período de payback não é equivalente à regra do VPL, e é por isso conceitualmente incorreto. Com sua data arbitrária de corte e a desconsideração dos fluxos de caixa após esse momento, pode conduzir a decisões claramente tolas, se for empregado em sentido muito literal”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 124).

“Embora isto signifique que o leitor deve tomar cuidado para não mudar regras tais como a do período de payback quando encontrá-la em sua empresa, tampouco deve cair no raciocínio financeiro incorreto que representam”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 125).

Com isso, entende-se que o payback simples ou período de payback contraria a teoria do valor apresentada neste estudo, pois o método desconsidera o valor do dinheiro no tempo, o custo de oportunidade do capital, o retorno sobre o capital investido dentre outras premissas, e portanto, não deve ser tomado como regra na avaliação de ativos e de projetos de investimento.

3.2.2 Payback Descontado

O payback descontado ou período de payback descontado é um método que vem suprir uma deficiência do payback simples, pois observa-se que neste método o valor do dinheiro no tempo é considerado no cálculo de recuperação do investimento. Logo a principal vantagem em relação ao método anterior, é o fato do payback descontado utilizar uma taxa para descontar os seus fluxos de caixa futuros, e só após isto, confronta-se estes valores com o investimento inicial a fim de se obter o período de recuperação do investimento.

Cabe salientar, pela natureza do seu conceito, a evidência de que o período de recuperação do investimento no payback descontado, jamais será inferior ao do payback simples, isso no caso de um mesmo projeto ser avaliado pelos dois métodos ao mesmo tempo e seus fluxos de caixa serem positivos. Observa-se que tal fato decorre da premissa de que um real, hoje, certamente vale mais do que um real no futuro, pois além da disponibilidade do dinheiro no momento, considera-se o valor temporal do dinheiro, o que confirma a teoria de

criar e agregar valor para a empresa e, portanto, qualquer método que contrarie isto, será considerado ineficiente.

Observa-se que as desvantagens apresentadas pelo método do payback descontado, decorrem da semelhança com o método anterior:

- O payback descontado também desconsidera todos os fluxos posteriores ao ponto em que o investimento é recuperado, induzindo a mesma visão de curto prazo do método anterior.
- A arbitrariedade na escolha do período de recuperação do investimento é outro fator que pode induzir a erros grosseiros.

No entendimento de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), com relação ao método destaca-se:

“Se já nos demos ao trabalho de descontar os fluxos de caixa, qualquer argumento de que o payback descontado seria preferível por motivos de simplicidade ou controle gerencial estaria destruído. Poderíamos simplesmente somar os fluxos de caixa descontados e utilizar o VPL para tomar a decisão. Embora o payback descontado se assemelhe um pouco ao VPL, trata-se de um meio termo muito pobre entre o payback e o VPL”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 125).

Neste sentido, entende-se que o payback descontado apresenta o mesmo problema enfrentado no payback simples, ou seja, confirma-se a tendência na escolha por projetos de curto prazo em detrimento de projetos de longo prazo, pois observa-se também neste método uma escolha um tanto arbitrária para o período máximo de recuperação dos investimentos. Com isso, embora ele supere uma deficiência do payback simples, considera-se que o payback descontado não deve ser indicado para a avaliação de ativos e de projetos de investimento.

3.2.3 Taxa Média de Retorno Contábil

A taxa média de retorno contábil, ou retorno contábil médio, é um método que também apresenta sérias deficiências quando utilizado em decisões

financeiras. Apesar dos problemas, assim como os métodos anteriores, o método é freqüentemente utilizado no processo de escolha de projetos de investimento devido a sua praticidade e facilidade de interpretação dos resultados.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) definem o conceito:

“O retorno contábil médio é dado pelo quociente entre o lucro do projeto, depois do imposto de renda e da despesa de depreciação, e o valor contábil médio do investimento por toda a sua vida útil”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 125).

Na prática, observa-se que o método aceita ou rejeita um projeto de investimento, calculando esta taxa e confrontando-a com uma taxa de retorno contábil desejada, ou seja, aprova-se o projeto que tiver uma taxa média de retorno contábil superior a taxa desejada e caso contrário reprova-se o projeto.

Observa-se as seguintes deficiências apresentadas pelo método:

- A principal deficiência apresentada pela taxa média de retorno contábil reside na não utilização da matéria-prima apropriada, pois o método usa fluxos contábeis, isto é, lucro líquido e valor contábil do investimento.
- O método não leva em conta a distribuição temporal dos fluxos contábeis.
- Outro grave problema reside na falta de orientação com relação a mensuração de uma taxa ideal para se aprovar um projeto de investimento.

Por isso, acredita-se a utilização da taxa média de retorno contábil como método de análise e avaliação de projetos de investimentos não deve ser recomendada como regra, pois se for utilizado no sentido literal, pode levar a conseqüências destruidoras de valor, contrariando o principal objetivo da teoria e das corporações.

3.2.4 Taxa Interna de Retorno

Acredita-se que a taxa interna de retorno representa o método de melhor nível depois do valor presente líquido. Assim como o valor presente líquido, a taxa interna de retorno utiliza fluxos de caixa descontados, entretanto, o método sintetiza em um único número os méritos de um projeto. “Em geral, a TIR é a taxa que faz com que o VPL do projeto seja nulo”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 127). Este número é indiferente à taxa de juros, pois é um número interno que representa uma taxa onde as entradas de caixa se igualam ao investimento de um projeto.

Segundo Assaf Neto (1992), Kassai (1996) e Gitman (2001), o método representa a taxa de desconto que iguala num único momento, os fluxos de entrada com os fluxos de saída de caixa, produzindo um valor presente líquido igual a zero. A taxa interna de retorno representa uma taxa que sintetiza os méritos de um projeto.

Nas decisões de investimento e de acordo com a regra, aceita-se o projeto de investimento onde a taxa interna de retorno é superior a taxa de desconto ou ao custo de oportunidade do capital, e rejeita-se o projeto em que a taxa interna de retorno for inferior a taxa de desconto ou ao custo de oportunidade do capital. Entretanto esta regra é conceitualmente idêntica a regra do valor presente líquido somente em projetos simples, onde geralmente o fluxo de caixa não muda de sinal, ou seja, onde não existem várias entradas e saídas de caixa.

A regra apresentada é simples e básica para um projeto onde temos um investimento inicial seguido de seus respectivos retornos, ou seja, uma saída de caixa inicial com entradas de caixa posteriores. Entretanto, observa-se que a regra é exatamente inversa em fluxos de caixa onde temos primeiro um encaixe, ou seja, uma entrada de caixa seguido de respectivas saídas de caixa. Sintetizando, este é um típico exemplo de um empréstimo ou financiamento, onde aceita-se o projeto quando a taxa interna de retorno é inferior a taxa de desconto, e rejeita-se o projeto com taxa interna de retorno superior a taxa de desconto ou

custo do capital, pois neste caso confronta-se o custo do projeto com o custo de captação no mercado. Observa-se assim, que a taxa interna de retorno é equivalente ao custo do projeto, e neste caso aprova-se o projeto que tiver um custo inferior a taxa de desconto, pois é interessante que o custo do projeto seja inferior ao custo de captação do dinheiro no mercado e vice-versa.

Nesta abordagem, confronta-se dois tipos diferentes de fluxo de caixa. No fluxo tipo investimento, deve-se investir em projetos com retorno superior ao custo de oportunidade, isto é, projetos onde a taxa interna de retorno é superior a taxa de desconto que representa o custo de oportunidade do capital. Entretanto, nos fluxos do tipo financiamento, procura-se investir em projetos com custo inferior ao custo de captação, ou seja, projetos onde a taxa interna de retorno é inferior a taxa de desconto a qual representa o custo de captação do dinheiro no mercado.

No entendimento de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), surge neste momento o primeiro problema com a taxa interna de retorno, devido a dificuldades de interpretar destes dois tipos de fluxos de caixa.

“Os projetos do tipo investimento constituem o caso normal. Como a regra da TIR é invertida para um projeto do tipo financiamento, encaramos este tipo de projeto como um problema – a menos que seja compreendido corretamente”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 131).

Cabe salientar, que o principal problema enfrentado pelo uso da taxa interna de retorno origina-se e decorre do problema anterior, onde apresentam-se fluxos de caixa com sinais positivos e negativos, ou seja, diversas entradas e saídas de caixa. Neste caso, obriga-se o uso das duas regras para a interpretação dos resultados, existindo duas ou mais taxas internas de retorno, pois o número varia de acordo com as mudanças de sinais do fluxo de caixa. Com isso, torna-se muito difícil a interpretação destes tipos de fluxos de caixa, fazendo com que a taxa interna de retorno deva ser usada com cautela neste tipo de situação.

A escolha, através de comparação, de dois ou mais projetos, pelo método da taxa interna de retorno, muitas vezes, pode não funcionar, pois o método não desconsidera as proporções em escala dos investimentos, ou seja, ignora as proporções dos montantes de capital investido ou despendido nos diferentes projetos. A distribuição dos fluxos de caixa no tempo, também pode não interferir na escolha de um projeto em detrimento do outro, enquanto que o valor presente líquido considera esta premissa. Ross, Westerfield e Jaffe (1995), resumem o seguinte:

“Demonstramos que, seja por força de diferenças de tamanho ou de distribuição dos fluxos de caixa no tempo, o projeto com a TIR mais elevada não apresenta, necessariamente, o maior VPL. Portanto, não se deve aplicar a regra da TIR. (Evidentemente, o VPL ainda pode ser utilizado)”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 140).

Por fim, o uso da taxa interna de retorno é razoavelmente difundido, principalmente pelo instinto das pessoas preferirem uma regra que resuma em um único número o resultado de um projeto, facilitando assim, a avaliação do projeto. Assim, apesar das facilidades, deve-se reconhecer as deficiências do método para saber onde e quando utilizá-lo, enquanto que o valor presente líquido ainda supera todas essas deficiências.

3.2.5 Índice de Rentabilidade

O índice de rentabilidade nada mais é do que o próprio método do valor presente líquido em forma de índice. Observa-se que ele é um método de apoio ao valor presente líquido, ou seja, o índice de rentabilidade auxilia na correção de uma deficiência apresentada pelo valor presente líquido, pois este representa apenas um valor monetário. O índice representa a razão do valor presente dos fluxos de caixa posteriores ao investimento inicial e o próprio investimento inicial.

As palavras de Ross, Westerfield e Jaffe (1995) expressam o conceito do método:

“Trata-se do quociente entre o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, após o investimento inicial, e o valor do investimento inicial”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 136).

Para Assaf Neto (1992) o índice mede a relação entre o valor atualizado dos fluxos operacionais líquidos de entrada de caixa e os de saída de caixa ou investimentos.

Segundo Helfert (2000) o índice é uma forma apropriada de expressar a relação custo-benefício de um projeto, pois ele representa a razão entre os benefícios e o custo, ou seja, o valor presente das entradas de caixa e o valor presente do investimento, fornecendo assim uma informação adicional ao analista ou gerente, pois é um método que respeita o valor do dinheiro no tempo e conseqüentemente a teoria de valor.

Resumindo, o índice de rentabilidade mede a relação entre dois valores presentes, enquanto que o valor presente líquido quantifica essa diferença, isto é, expressa em valores monetários a diferença entre o investimento inicial e o valor presente dos fluxos de caixa futuros. Observa-se com isso, que o índice de rentabilidade será maior do que um, em projetos de investimentos com valor presente líquido positivo e, será menor do que um, em projetos com valor presente líquido negativo. Neste sentido, cria-se valor na medida em que o projeto apresenta um índice de rentabilidade superior a um e, destrói-se valor, quando este índice for inferior a um.

Assim como a taxa interna de retorno, o índice de rentabilidade apresenta o mesmo problema em projetos mutuamente excludentes, ou seja, quando escolhe-se entre dois ou mais projetos por meio de comparação, o método não é indicado, pois não considera as proporções em escala dos investimentos.

A grande vantagem apresentada pelo índice de rentabilidade encontra-se na escolha por opção, entre um ou mais projetos, onde existe uma certa racionalização de capital, ou seja, momentos em que não se dispõe da totalidade

dos investimentos iniciais. Assim, o exemplo de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), resumem a principal vantagem do método:

“A utilidade do índice de rentabilidade sob racionamento de capital pode ser demonstrada em termos militares. O Pentágono muitas vezes dá grande valor a uma arma de “muita potência em relação ao custo”. Em orçamento de capital, o índice de rentabilidade mede a potência (o retorno monetário) pelo custo (o investimento inicial). Portanto é útil nesse tipo de situação.” (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 138).

Apesar disso, quando a falta de capital não é apenas no período inicial, e o projeto neste caso, necessita de reforços significativos em outras fases do projeto, o método passa a não ser indicado neste tipo de situação principalmente devido ao problema anterior de escala de capital. Na concepção de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), “... o índice de rentabilidade não é adequado para se lidar com situações de racionamento de capital em períodos múltiplos.” (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 138).

Por fim, apesar de suas limitações, acredita-se que o índice de rentabilidade representa uma ferramenta de apoio ao método do valor presente líquido, informando uma medida da razão entre o valor presente de todos os fluxos de caixas futuros e o investimento inicial.

3.2.6 Valor Presente Líquido

Observa-se, na concepção de Damodaran (2002), a existência de três grandes abordagens na avaliação de ativos, empresas ou projetos de investimentos discutidos anteriormente. A primeira utiliza o fluxo de caixa descontado a valor presente de acordo com uma taxa de desconto ajustada pelo risco, a segunda utiliza uma avaliação relativa de direitos comparáveis através de uma determinada variável, e a terceira que avalia através de direitos contingentes. Embora cada abordagem apresente sua característica comum, de acordo com a teoria atual, acredita-se que o fluxo de caixa descontado é a principal abordagem no processo de avaliação, e neste estudo, entende-se como a melhor técnica

para avaliar a viabilidade de investimentos em novos pontos de venda. Com isso, “esta abordagem tem sua fundamentação na regra de “valor presente”, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados.” (Damodaran, 2002, p. 12).

As palavras de Gitman (2001) esclarecem o método:

“Devido ao fato de que o valor presente líquido (VPL) considera explicitamente o valor do dinheiro no tempo, ele é considerado uma técnica de orçamento de capital sofisticada. Todas essas técnicas, de uma forma ou de outra, descontam os fluxos de caixa da empresa com uma taxa específica. Essa taxa – muitas vezes chamada de taxa de desconto, retorno exigido, custo de capital ou custo de oportunidade – se refere ao retorno mínimo que deve ser conseguido de um projeto, para não alterar o valor da empresa no mercado”. (Gitman, 2001, p. 302).

O valor presente líquido representa o fluxo de caixa descontado a valor presente de acordo com uma taxa, que expresse o custo de oportunidade do capital ajustado em função de um determinado nível de risco. De acordo com a teoria, acredita-se que a disponibilidade de um real hoje vale mais do que a disponibilidade de um real no futuro, pois neste conceito, considera-se o custo do dinheiro no tempo, ou seja, o custo de oportunidade do dinheiro dado um nível de risco assumido por um determinado ativo. “Assim, o valor do dinheiro no tempo está relacionado ao prazo de recebimento ou pagamento e à oportunidade de obter um retorno sobre qualquer fundo investido.” (Helfert, 2000, p. 187).

Ross, Westerfield e Jaffe (1995), definem que as principais vantagens, isto é, a chave de sucesso do valor presente líquido está diretamente relacionada aos seguintes fatores:

- O método do valor presente líquido utiliza fluxos de caixa ao invés de fluxos contábeis, pois de acordo com a teoria, o mercado valoriza o caixa e não os lucros contábeis, embora estes também tenham seu valor.

- O valor presente líquido utiliza todos os fluxos de caixa de um projeto de investimento ou de um ativo, contrariando o enfoque errado de alguns outros métodos.
- O método desconta todos os fluxos de caixa corretamente, pois leva em conta o valor do dinheiro no tempo, utilizando uma taxa de desconto de acordo com o custo de oportunidade do capital em função de um determinado nível de risco.

Assaf Neto (1992) salienta em seu estudo a superioridade do fluxo de caixa descontado, considerando-o tecnicamente mais correto em relação aos demais métodos apresentados anteriormente.

Cabe salientar, que ao confrontar-se a taxa interna de retorno e o valor presente líquido, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) chegaram as seguintes regras ou conclusões:

<i>Fluxos</i>	<i>Número de TIRs</i>	<i>Critério TIR</i>	<i>Critério VPL</i>
<i>Primeiro fluxo é negativo e todos os demais fluxos são positivos</i>	<i>1</i>	<i>Aceitar se $TIR > r$ Rejeitar se $TIR < r$</i>	<i>Aceitar se $VPL > 0$ Rejeitar se $VPL < 0$</i>
<i>Primeiro fluxo é positivo e todos os demais fluxos são negativos</i>	<i>1</i>	<i>Aceitar se $TIR < r$ Rejeitar se $TIR > r$</i>	<i>Aceitar se $VPL > 0$ Rejeitar se $VPL < 0$</i>
<i>Alguns fluxos após o primeiro são positivos e alguns fluxos após o primeiro são negativos</i>	<i>Pode haver mais de uma TIR</i>	<i>Não há TIR válida</i>	<i>Aceitar se $VPL > 0$ Rejeitar se $VPL < 0$</i>

(Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 132).

Assim, no entendimento dos autores, é notável que embora a taxa interna de retorno seja o método mais próximo ao enfoque do valor presente líquido, ela não representa um método alternativo superior ao método do valor presente líquido, pois observa-se que o critério de decisão para ele é o mesmo em todos os casos, enquanto que a taxa interna de retorno requer maior cuidado no critério de decisão, dificultando a sua aplicabilidade.

As principais dificuldades enfrentadas pelo método são a mensuração da taxa de desconto de acordo com um dado nível de risco, assim como a falta de precisão dos fluxos de caixa futuros ou projetados. Entende-se com isso, que muitas são as dificuldades com relação à mensuração e precisão de taxas e valores, conforme salientado por Helfert (2000).

É necessário e considera-se extremamente importante que o analista conheça profundamente as principais dificuldades enfrentadas pelo método do valor presente líquido, procurando amenizar os efeitos das mesmas. Com isso, a mensuração das taxas de desconto para os fluxos de caixa, assim como a projeção dos fluxos, tornam-se cada vez mais precisas. Salienta-se aqui, que tais dificuldades variam de caso para caso e em função do tipo de empresa, pois quanto mais complexa a corporação assim como a sua estrutura de capital, maiores serão as dificuldades a serem enfrentadas.

3.3 ANÁLISE DE RISCO E RETORNO NOS INVESTIMENTOS

De forma geral, o risco de um ativo ou de uma empresa representa uma possibilidade de perda e, portanto, precisa ser recompensado por um determinado retorno. Acredita-se assim, que esta premissa é incontestável, ou seja, a exposição ao risco exige um retorno e este será maior quanto maior for o grau de risco.

Neste sentido, observa-se que o risco representa uma incerteza que pode ser medida através de técnicas estatísticas. Convém lembrar que o grau de incerteza está diretamente relacionado ao retorno esperado por um determinado ativo, isto é, quanto maior a incerteza, maior a variabilidade e maior será o retorno exigido, assim como na medida em que o retorno é mais certo, menor será sua variabilidade e portanto menor será o risco.

Na concepção de Ross, Westerfield e Jaffe (1995), observa-se a existência de dois tipos diferentes de riscos. O Risco Sistemático também conhecido como Risco de Mercado, representa o risco que afeta a todos, ou seja, todas as bolsas,

ativos e empresas. Por outro lado, o Risco Não Sistemático representa o risco de influência específica, que atua sobre pequenos grupos de empresas ou ativos, e é também conhecido como Risco Específico.

As medidas estatísticas são peças fundamentais para a mensuração dos diferentes riscos e retornos esperados. O desvio padrão e a variância são medidas apropriadas para se calcular o risco de um título ou ativo isolado. Já o coeficiente beta, calculado através de medidas estatísticas como desvio padrão, covariância e correlação, é uma medida mais apropriada para investidores que possuem carteiras de investimentos diversificadas. “A intuição básica por trás do coeficiente beta é a de que mede a sensibilidade de uma variação do retorno de um título individual à variação do retorno da carteira de mercado”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 223).

A existência de mecanismos de redução de riscos é algo natural, pois é do instinto humano ser avesso ao risco e adepto ao retorno ou lucro, ou seja, é o instinto econômico do homem. “A diversificação é muito eficaz como procedimento de redução de risco” (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 197). Por outro lado este procedimento dificulta a mensuração do risco, pois migra-se de um título individual para uma carteira de mercado, onde temos diferentes tipos de investimentos e portanto diferentes graus de riscos.

Segundo Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Bodie, Kane e Marcus (2000), entre outros, é notável o significativo número de modelos de análise de risco e retorno em investimentos, principalmente no mercado de capitais. Com isso, apesar deste trabalho ser um estudo de caso realizado em uma pequena empresa familiar de capital fechado, considera-se importante a rápida explanação das principais técnicas de mensuração do risco e do retorno exigido pelos investidores ou proprietários segundo a teoria de valor.

3.3.1 Capital Asset Price Model (CAPM)

A questão central envolvida no conceito de CAPM reside na sua utilização como instrumento de medida para precificação de ativos e para calcular o valor da empresa, levando-se em consideração a capacidade de uma empresa ou ativo gerar fluxos de caixa futuros. No Brasil, este conceito foi muito utilizado no processo de privatização das estatais, o que, na época, representava uma inovação conceitual.

O CAPM foi desenvolvido inicialmente por SHARPE (1964), sendo que este mostrou que o risco de um ativo pode ser determinado a partir da relação entre o desempenho desse ativo e o desempenho de um portfólio-padrão que represente o mercado.

“O modelo do CAPM – Capital Asset Pricing Model -, desenvolvido por SHARPE (1964), LINTNER (1965) e BLACK (1972), possibilita o cálculo do retorno esperado de uma ação, ativo ou negócio, em função do índice β (beta) que lhes é característico, da taxa livre de risco utilizada e da diferença entre o retorno de uma carteira de mercado e o retorno propiciado pela taxa livre de risco”. (Penteado e Famá, 2002, p. 39).

O portfólio-padrão ou ativo-padrão sugerido por Sharpe, conforme Penteado e Famá (2002), seria a carteira formada por todos os ativos de risco da economia, sendo que cada ativo teria participação proporcional ao seu valor de mercado em relação ao valor total de mercado de todos os ativos de risco.

O entendimento de Damodaran (2002), com respeito ao conceito do CAPM, resume o seguinte:

“O CAPM é construído sobre a premissa de que a variância de retornos é a medida de risco apropriada, mas apenas aquela porção de variação que é não-diversificável é recompensada. O modelo mede essa variância não-diversificável usando uma estimativa beta, e relaciona os retornos esperados a essa estimativa beta”. (Damodaran, 2002, p. 27).

Na concepção do mesmo autor, o CAPM ainda é o método mais utilizado, sendo de uso generalizado em Wall Street e é o padrão de referência para os demais modelos de risco e retorno.

Segundo Bodie, Kane e Marcus (2000) a taxa de retorno na carteira de mercado é um fator único num mercado de títulos, e assim, o beta mede a dimensão com que os retornos sobre as ações reagem aos retornos da carteira de mercado.

“Formalmente, o beta é o coeficiente de regressão (inclinação) do retorno do título no retorno da carteira de mercado, representando a sensibilidade do retorno de ações às flutuações no mercado de títulos em geral”. (Bodie, Kane e Marcus, 2000, p. 219).

Normalmente o investidor aloca seus recursos de duas formas, ou seja, investe em ativos livres de risco e em carteira com ativos sujeitos a riscos. Entende-se que o risco de um ativo qualquer, segundo o CAPM, é medido pela quantidade de risco que este ativo acrescentar à carteira de mercado, sendo este risco estimado através da covariância entre os retornos do ativo com os retornos de carteira de mercado, onde esta covariância dividida pela variância de mercado, estima um beta para o ativo em análise. Assim, o retorno esperado sobre qualquer ativo está fortemente relacionado ao seu beta, ou seja, quanto maior a estimativa de beta, maior será o retorno esperado.

Segundo a técnica do CAPM, observa-se o seguinte:

- $\beta = 1 \Rightarrow$ grau de risco de mercado
- $\beta > 1 \Rightarrow$ ativos agressivos
- $\beta < 1 \Rightarrow$ ativos conservadores

Ross, Westerfield e Jaffe (1995), resumem a forma de utilização e interpretação do CAPM:

“A contribuição de um título ao risco de uma carteira ampla é dada pela soma das covariâncias entre o retorno de um título e os retornos dos demais títulos contidos na carteira. A contribuição de um título ao risco da carteira de mercado é medida pela covariância entre o retorno do título com o retorno da carteira de mercado. Esta contribuição, quando dividida pelo desvio-padrão do retorno da carteira de mercado, é denominada beta. O coeficiente beta de um título também pode ser interpretado como sendo a sensibilidade do retorno de um título ao da carteira de mercado”. (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 227).

Convém lembrar, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), que o beta de um projeto, em virtude de diferentes dificuldades, às vezes poderá ser estimado baseando-se no beta médio do setor de atividade no qual se insere o projeto ou a empresa.

Penteado e Famá (2002) realizaram um estudo com o objetivo de pesquisar se a composição do Índice Bovespa e os retornos por ele apresentados podem conduzir à estimativa de índices beta inadequados à real estimativa de custo de capital, através do modelo CAPM. Como produto da pesquisa, surge a crítica, no que se refere à utilização do modelo de Sharpe, para avaliação de custo de capital tomando o retorno do índice Bovespa como referência para o retorno do mercado, pois o mesmo índice é composto apenas pelo volume de ações negociadas. Cabe salientar que os autores não questionam a utilização do índice como medida de desempenho das ações em bolsa, mas sim a sua utilização como um portfólio-padrão, uma vez que o índice não segue os princípios de Sharpe.

Segundo os mesmos autores, no mercado americano, as ações negociadas em bolsa são apenas as ordinárias, e sendo assim, o valor de mercado das ações e o da empresa coincidem, facilitando a utilização de um índice que represente o mercado na análise segundo o modelo CAPM.

Sanvicente & Minardi (1999) salientam que o índice Bovespa é utilizado como *proxy* para a carteira de mercado, necessitando geralmente de adaptações para uso no modelo CAPM.

“Normalmente, o índice BOVESPA é utilizado como proxy para a carteira de mercado no Brasil. No entanto, este índice não é composto por todas as ações, e o peso de cada ação no índice é função do volume transacionado, e não do valor de mercado de cada ação”. (Sanvicente e Minardi, 1999, p. 2).

Em vista disso, a escolha ou formação de um índice que represente o retorno do mercado no modelo do CAPM não é uma tarefa fácil e, sendo assim, a utilização de um índice inadequado pode levar a erros de avaliação do parâmetro beta.

Neste contexto, segundo Castro Junior e Famá (2002), os pressupostos assumidos pelo CAPM são justamente os responsáveis pelas críticas que o modelo recebe:

- os investidores são avessos ao risco e buscam maximizar a utilidade esperada de sua riqueza;
- os investidores possuem expectativas homogêneas a respeito dos retornos dos ativos;
- existe um ativo livre de risco que permite aos investidores tomarem emprestado ou emprestar qualquer quantia a essa taxa;
- a quantidade de ativos é fixa e todos são perfeitamente negociáveis e divisíveis;
- os mercados são sem atrito e a informação tem custo zero e está simultaneamente disponível para todos os investidores;
- não há imperfeições de mercado, como impostos ou restrições a vendas a descoberto.

Para Castro Junior e Famá (2002) estas premissas são muito fortes para serem aplicadas ao ambiente econômico.

“Nota-se claramente que as premissas adotadas pelo CAPM são por demais fortes para serem aplicadas em um mundo real, cheio de imperfeições e assimetria nas informações, onde os impostos existem e não se pode afirmar seguramente que todos os investidores tenham expectativas iguais”. (Castro Junior e Famá, 2002, p. 27).

Em síntese, o CAPM através de sua estimativa beta, é considerado o modelo mais simples, sendo largamente utilizado. O método pode apresentar alguns problemas se for utilizado em empresas sensíveis a fatores econômicos que não estão claramente representados pelo índice de mercado. Entretanto, a atratividade da utilização do CAPM resulta de sua simplicidade e facilidade de interpretação, pois mede o risco como um fator de mercado através de sua estimativa beta, uma vez que o retorno esperado de um título está positivamente e linearmente relacionado ao beta desse título.

3.3.2 Arbitrage Pricing Model (APM)

O conceito do APM é muito semelhante ao CAPM, pois o modelo mede a remuneração do investidor por assumir riscos não-diversificáveis. Enquanto o CAPM utiliza a carteira de mercado como único fator de fonte de risco, o APM considera que este não é o único fator, existindo diversos outros que serão determinados com base nos retornos históricos, ou seja, serão apurados através de análise de regressão de retornos passados.

Bodie, Kane e Marcus (2000) salientam que o APM se propõe a explicar de forma mais específica a variação dos retornos das ações, e não somente através de um único fator como é o caso da carteira de mercado utilizada pelo CAPM.

“Nos anos 70, à medida que os pesquisadores estavam trabalhando em metodologias de teste para as variantes do CAPM, Stephen Ross (1976) abalou o mundo financeiro com a teoria de precificação arbitragem (APT). Ao se afastar da construção de carteiras eficientes de média-variância, Ross calculou as relações entre taxas esperadas de retorno que anulariam lucros sem riscos por qualquer investidor nos mercados de capital que funcionam bem. Isso gerou uma teoria de risco e retorno parecida com a do CAPM”. (Bodie, Kane e Marcus, 2000, p. 234).

Segundo Damodaran (2002), o entendimento do APM é resumido da seguinte forma:

“O APM se fundamenta na premissa única de que investidores se aproveitam de oportunidades de arbitragem; ou seja, se duas carteiras têm o mesmo grau de exposição ao risco, mas oferecem retornos esperados diferentes, os investidores comprarão a carteira com maiores retornos esperados e, durante o processo, restaurarão o equilíbrio dos retornos esperados”. (Damodaran, 2002, p. 42).

Observa-se que a diferença básica entre os dois modelos, reside no fato de que o APM considera que os retornos sobre os títulos são gerados por uma série de fatores macroeconômicos ou de âmbito setorial, e não só por uma carteira de mercado. Com isso, entende-se que segundo o modelo do APM, nem sempre todos os fatores são explicados pela carteira de mercado, pois muitas vezes os investidores defrontam-se com fatores específicos.

Schor, Bonomo e Pereira (1998) explicam a diferença entre os dois modelos, apontando o APM como alternativo ao CAPM.

“O APT (Arbitrage Pricing Model) é um modelo teórico que se baseia na hipótese de não arbitragem e que se colocou como alternativa teórica e empírica ao CAPM. A partir de uma hipótese sobre a geração dos retornos dos ativos, a inexistência de arbitragem leva a uma relação linear entre os retornos dos ativos. Ross (1976) apresenta uma versão rigorosa do APT. Trata-se de um modelo de alguma forma semelhante ao CAPM, pois estabelece uma relação linear entre os retornos esperados dos ativos, mas com hipóteses alternativas que respondem a algumas das críticas que podem ser feitas ao modelo tradicional”. (Schor, Bonomo e Pereira, 1998, p. 2).

Para Bodie, Kane e Marcus (2000) presumir que apenas um fator, como a carteira de mercado, afeta os retornos das ações é uma questão muito simplista.

“É fácil pensar em vários fatores que possam afetar os retornos das ações: os ciclos de negócios, as flutuações das taxas de juro, as taxas de inflação, os preços do petróleo, e daí por diante. Presumivelmente, a exposição a qualquer um desses fatores em particular ou em conjunto afetará a percepção de risco e a apropriada taxa esperada de retorno das ações”. (Bodie, Kane e Marcus, 2000, p. 240).

Apesar disso, acredita-se que tanto o CAPM como o APM, indicam a existência de uma relação positiva entre risco e retorno esperado, divergindo apenas no modo de apurar como estes valores se modificam. O CAPM tem como base a carteira de mercado, enquanto que o APM considera uma diversidade de fatores específicos. Neste sentido, considera-se o APM uma técnica mais complexa de ser aplicada, porém muito importante, uma vez que permite conclusões especialmente mais abrangentes, ao invés de conclusões padronizadas como no modelo do CAPM.

“A maior barreira intuitiva no uso do APM é seu fracasso na identificação específica dos fatores impulsionadores de retornos específicos”. (Damodaran, 2002, p. 48). Considera-se esta a principal carência do modelo, uma vez que o APM tem como premissa básica, os diferentes fatores específicos na determinação do retorno esperado e o risco.

Segundo Schor, Bonomo e Pereira (1998), os estudos empíricos realizados com base no APM, segundo a proposta de Ross, podem ser classificados em dois tipos básicos, ou seja, aqueles que utilizam fatores não-observáveis e aqueles que utilizam fatores observáveis. Como a teoria não determina quantos nem quais os fatores relevantes do processo gerador dos retornos, fica a critério do pesquisador a determinação da forma de análise.

Por fim, entende-se que o APM é um modelo alternativo ao CAPM, complementando-se as conclusões da carteira de mercado com os fundamentos econômicos específicos a cada caso em análise. Saliencia-se ainda que a flexibilidade do APM pode ser encarada como um problema, pois dificulta a interpretação dos coeficientes beta.

3.3.3 Modelo Multifatorial

Os modelos multifatoriais explicam os retornos obtidos e em conseqüência o grau de risco enfrentado, com base em dados concretos, deixando um pouco de lado as amplas explicações macroeconômicas. Estes modelos surgem

principalmente devido a dificuldades do APM em explicar e identificar os fatores específicos que avaliam as variações de risco e retorno esperados.

Para Bodie, Kane e Marcus (2000) os modelos multifatoriais resultam do APM, ou seja, pode-se usar uma versão de fatores múltiplos do APM para acomodar as fontes múltiplas de risco como identificação de ciclos de negócios, flutuações das taxas de juros, dentre outros.

Damodaran (2002), resume e explica as bases conceituais dos modelos multifatoriais:

“Modelos multifatoriais não se baseiam, de modo geral, num raciocínio amplo e, em vez disso, são impulsionados por dados. Uma vez que a quantidade de fatores tenha sido identificada no APM, o comportamento dos fatores ao longo do tempo pode ser extraído dos dados. Estas séries cronológicas de fatores poderão, então, ser comparadas à série cronológica de variáveis macroeconômicas para verificar se algum dos fatores se relacionam com as variáveis.” (Damodaran, 2002, p. 46).

Entende-se que essa abordagem apura a taxa de risco com base em fatores econômicos explicados através de variáveis diretamente relacionadas à empresa. Essas variáveis são confrontadas com os resultados obtidos nos retornos e com os fatores econômicos, de forma a verificar a importância da variável com relação ao processo e, explicar de maneira mais direta, os fatores específicos impulsionadores das estimativas de risco e retorno.

Por tudo isso, observa-se que os três modelos de risco e retorno apresentam premissas comuns, supondo que apenas o risco de mercado é recompensado, avaliando o retorno em relação ao risco de mercado e outros fatores. Simulando-se um exemplo onde exista apenas um único fator impulsionando risco, o risco sistemático ou o risco de mercado de um ativo será simplesmente o beta do CAPM, sendo observados os mesmos resultados no APM, pois se analisa o risco em relação a um único fator específico e, neste caso, o retorno esperado de um título está positivamente relacionado ao beta dele, de acordo com o relativo fator. Por outro lado, os títulos possuem diferentes riscos e

conseqüentemente múltiplos fatores, favorecendo os modelos multifatoriais e o APM, visto que estes são mais minuciosos em suas avaliações de risco e retorno, pois avaliam diferentes fatores macroeconômicos e específicos de acordo com cada caso. Neste contexto, observa-se que o CAPM é um modelo mais simples de se estimar e utilizar, porém apresenta um desempenho inferior ao APM, principalmente quando uma empresa ou um projeto for mais sensível a fatores econômicos e específicos que não estejam explícitos em um índice de mercado. Os modelos multifatoriais complementam o APM, identificando com mais precisão os fatores específicos de cada caso. Assim, segundo Damodaran (2002), observa-se a existência de uma complexa discussão em relação ao melhor modelo, mas apesar de suas deficiências, acredita-se que o CAPM apresenta um bom desempenho, sendo de fácil utilização e interpretação.

Por fim, verifica-se que estas questões não são o foco deste estudo, pois neste caso conta-se com uma estática estável, onde o pesquisador é parte integrante do processo em análise, possuindo estimativas bastante precisas com relação a receitas e despesas, alavancagem operacional e alavancagem financeira, ou seja, fatores relevantes para se estimar o beta de um determinado projeto de investimento.

3.4 MENSURAÇÃO DAS TAXAS DE DESCONTOS X APLICAÇÃO DOS MODELOS TEÓRICOS DE ANÁLISE DE INVESTIMENTO

Observa-se que os principais fatores utilizados na determinação das taxas de desconto, para os diferentes fluxos de caixa, de acordo com a técnica do valor presente líquido, são o custo do capital e o nível de risco, sendo que estes sempre estão associados, pois o custo do capital é função do risco. Com isso, acredita-se que estes dois fatores são extremamente importantes na determinação das taxas de desconto, uma vez que em um investimento, a questão central envolvida é o custo do capital em função de um determinado nível de risco, pois estes fatores estão fortemente correlacionados, ou seja, maior será o custo do capital quanto maior for o nível de risco envolvido no investimento.

No entendimento de Damodaran (2002), há fundamentos relevantes na determinação do retorno esperado em função do nível de risco:

- economias emergentes oferecem maior prêmio pois estão mais expostas a riscos do que economias desenvolvidas;
- economias com instabilidade política traduzem-se em instabilidade econômica e alto nível de risco, exigindo prêmios mais elevados;
- a estrutura do mercado de capitais também tem forte influência, pois na medida em que o mercado cresce com o ingresso de empresas menos relevantes, cresce também o risco de mercado, ou seja, o risco médio para investimentos em ações.

O uso do CAPM para se estimar o risco de diferentes ativos, considera estes fundamentos importantes na determinação do beta, de acordo com o conceito do modelo. “O procedimento padrão para estimar betas é regredir os retornos sobre ações (R_j) em comparação aos retornos de mercado (R_m):” (Damodaran, 2002, p.65). Com isso, observa-se que o CAPM utiliza a análise de regressão dos retornos de ações de mercado como ferramenta para se estimar o risco de um ativo com relação ao mercado.

Cabe lembrar aqui, segundo Coltro (2000) que a correta mensuração dos “riscos políticos” e, por conseqüência, o denominado “risco país”, são fatores importantes a serem considerados na avaliação do risco de um ativo ou de um projeto, principalmente em um cenário globalizado.

“Finalizando, e destacando o fato de que as atividades econômicas estão cada vez mais integradas internacionalmente, cenário este no qual se insere a economia brasileira em seu estágio de desenvolvimento, é lúcido destacar que a dinâmica das mudanças políticas e sociais requererão dos investidores globais mais e mais dedicação às suas análises, uma vez que estas raramente serão suficientes. Os processos meramente intuitivos, além de outros mitos, devem dar parte de seu lugar a enfoques mais integrados e multidimensionais de análise do risco político. Provavelmente, esta será uma das mais importantes chaves para que investidores e corporações tidas como globais possam evoluir e prosperar.” (Coltro, 2000, p. 79).

Salienta-se ainda, na concepção de Damodaran (2002), que as variáveis determinantes para se estimar betas para uma corporação são o tipo de negócio na qual ela atua, o grau de alavancagem operacional e a alavancagem financeira da mesma. O tipo de negócio fornece uma informação em relação à sensibilidade da empresa às condições de mercado, pois o beta mede o seu grau de risco em relação ao um índice de mercado. O grau de alavancagem operacional fornece informações com relação à estrutura de custos da empresa, enquanto que a alavancagem financeira fornece informações que afetarão diretamente o seu caixa, ou seja, o foco da análise de valor. Estes fatores são de suma importância na determinação do grau de risco de uma empresa ou de um projeto de investimento e, em consequência, do custo de oportunidade do capital.

As empresas que não negociam ações em bolsa ou que negociaram apenas por um curto período de tempo, geralmente terão dificuldades de estimar os seus betas pois, para isto, precisam medir os preços de seus ativos através do mercado. Damodaran (2002) apresenta as seguintes sugestões:

- Utilizar empresas comparáveis para se estimar o beta de uma empresa que não negocia ações em bolsa, pois será através de uma empresa de capital aberto com nível de risco e alavancagem operacional semelhantes, que se obtém o beta de uma empresa não-negociável.
- Utilizar fatores básicos setoriais e da própria instituição como, por exemplo, os demonstrativos de receita e de balanços patrimoniais que são muito importantes na determinação do beta. Empresas com alto nível de pagamentos indicam betas baixos, pois representam corporações com folga de caixa, enquanto que uma alta variabilidade de lucros em relação aos lucros de toda a economia ou do setor, indicam betas elevados.

Em vista disso, convém lembrar, segundo Damodaran (2002), que o mais importante em se estimar taxas de desconto que serão utilizadas na avaliação de empresas ou de projetos de investimento, através da técnica do valor presente líquido com o desconto dos fluxos de caixa, é não misturar os diferentes tipos de

fluxos de caixa com as diferentes taxas, pois caso contrário isto poderá levar a decisões destruidoras de valor.

Cabe ainda salientar, com relação à estimação de taxas futuras e projeções de fluxos de caixa futuros, também a existência de dificuldades como a falta de precisão dos fluxos de caixa futuros ou projetados, pois existem incertezas, como os diferentes fatores econômicos, ou seja, a taxa de inflação, o risco de mercado ou risco sistemático, o próprio risco específico futuro da empresa, e assim por diante.

Para Damodaran (2002), existem três formas de se estimar taxas de crescimento. A primeira, apesar das discussões, utiliza taxas históricas de crescimentos, o que é mais indicado para este estudo de caso, pois a estatística da empresa é de conhecimento do pesquisador. A segunda utiliza os dados de analistas que acompanham a empresa, o que é muito comum nos mercados de capitais. A terceira e última, utiliza fatores determinantes além do crescimento histórico e os dados de analistas, pois nesta abordagem dá-se mais ênfase a fatores específicos da empresa e a expectativas futuras com relação aos produtos da mesma.

Castro Junior e Famá (2002), procuraram mostrar a existência de diferenças significativas entre a forma pela qual as pessoas julgam as alternativas de risco e o risco tradicionalmente calculado com o auxílio de ferramentas estatísticas como variância ou desvio-padrão.

Segundo os mesmos autores, as razões que influenciam a percepção dos indivíduos na mensuração do risco são fatores como resultados provenientes de outras decisões sob condições de risco, níveis de aspiração, confiança e expectativas. Essas diferenças podem levar a resultados conflitantes com relação à mensuração de risco baseado em medidas estatísticas. Assim, os autores salientam que o tomador de decisão deve estar atento a esses desvios da racionalidade, pois algumas decisões tomadas sob essa ótica podem não trazer os melhores retornos.

Por fim, considera-se importante que o avaliador conheça profundamente as principais dificuldades apresentadas, para que consiga estimar, com maior precisão, as taxas futuras assim como as projeções, de modo a diminuir os riscos de tomadas de decisões equivocadas. Com isso, o entendimento destas dificuldades favorecerá a estimação de taxas de crescimentos históricos e taxas de desconto, envolvendo orçamentos de receitas, custos, despesas e investimentos, estrutura e alavancagem operacional e financeira, estrutura de capital, dentre outros. O conhecimento do ramo em que a empresa atua e suas expectativas futuras também são fatores relevantes na determinação da taxa de desconto.

3.5 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital, segundo Gitman (2001), é um conceito importante em finanças, pois ele representa um número usado em decisões de investimentos que serve para verificar se o projeto irá aumentar ou diminuir o preço das ações da empresa. Ele representa o elo entre as decisões de investimento da empresa e a riqueza dos proprietários, avaliando se a empresa está criando ou destruindo valor através de técnicas como valor presente líquido, taxa interna de retorno e índice de rentabilidade.

“O custo de capital é a taxa de retorno que uma empresa deve obter sobre seus projetos de investimentos para manter o valor de mercado de suas ações. Ele também pode ser considerado como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado para atrair seus fundos para a empresa. Se o risco é mantido constante, projetos com uma taxa de retorno acima do custo de capital aumentarão o valor da empresa e projetos com uma taxa de retorno abaixo do custo de capital diminuirão o valor da empresa”. (Gitman, 2001, p. 342).

O custo do capital próprio representa a taxa de retorno que os investidores ou proprietários exigem para realizar um investimento em uma empresa, ou seja, representa o retorno esperado pelos sócios. No mercado de capitais, este custo, ou melhor, o retorno esperado de qualquer ativo depende do seu coeficiente beta. Por outro lado, em uma empresa de capital fechado, o custo do capital próprio é

representado pela remuneração que a empresa oferece aos seus sócios ou, ainda, representa a remuneração da empresa sobre o patrimônio líquido.

Segundo Burch & Henry apud Beuren (1993), foi Frederich Von Wieser (1851-1926) quem deu origem à expressão custo de oportunidade. O conceito foi aplicado para definir o valor de um fator de produção em qualquer uso que lhe fosse dado, sendo tal custo de oportunidade “a renda líquida gerada pelo fator em seu melhor uso alternativo”. Com isso, o conceito de custo de oportunidade pressupõe uma alternativa viável para o investidor, optando por uma tomada de decisão que acarrete o sacrifício ou abandono de uma ou mais decisões.

Sanvicente & Minardi (1999) salientam a importância do custo do capital próprio assim como o custo de oportunidade do capital em investimentos.

“O custo de capital do acionista reflete a remuneração mínima que ele deseja ter para investir seu dinheiro na empresa. Como o retorno do investimento na empresa é incerto, ele corre riscos, devidos à natureza das operações bem como à estrutura de capital da empresa. Em um mercado financeiro completo, existem oportunidades de investimento que têm risco semelhante. Portanto, o acionista deseja ter uma expectativa de retorno pelo menos igual à oferecida por oportunidades de risco semelhante, existentes no mercado financeiro. É por isso que se fala em custo de oportunidade do capital. Para se investir em uma empresa, o acionista está abrindo mão de aplicar seu dinheiro no mercado financeiro, e por isso quer ter no mínimo a expectativa de conseguir esse retorno nas ações da empresa”. (Sanvicente e Minardi, dezembro 1999, p. 2).

Para Lapponi (1996) a renúncia de alternativas de investimento em razão da escolha de uma determinada alternativa representa o custo de oportunidade, cujo valor é definido pelo custo da melhor alternativa rejeitada, mantendo-se o mesmo nível de risco do investimento.

Segundo Damodaran (2002) o custo do patrimônio líquido é estimado através de duas abordagens diferentes:

- Utilização de um modelo de risco e retorno.

- Aplicação de um modelo de crescimento de dividendos ou lucros.

Em um mercado aberto, a mensuração do custo do patrimônio líquido é obtida através de modelos de estimação de risco e retorno, comentados anteriormente, tais como CAPM, APM e multifatorial. Por outro lado, a abordagem do crescimento de dividendos apura o custo do patrimônio líquido através de um modelo de fluxo de caixa descontado a valor presente, utilizado em empresas com crescimento estável.

Entende-se que o custo do capital de uma empresa não é formado apenas pelo custo do capital próprio, pois existem outras formas de financiamento em um negócio. Ross, Westerfield e Jaffe (1995), explicam que o custo do capital próprio resume o retorno esperado pelo proprietário, enquanto que o custo do capital de terceiros é a taxa de captação de recursos para empresa. Assim, se a empresa utilizar tanto capital de terceiros quanto capital próprio, o custo de capital será uma média ponderada dos custos desses dois tipos de capital.

“Se a empresa não tivesse captado recursos de terceiros, sendo portanto uma empresa financiada integralmente por capital próprio, seu custo médio de capital seria igual ao seu custo de capital próprio, r_s . No outro extremo, se a empresa tivesse se endividado tanto que suas ações praticamente não tivessem valor, seria uma empresa somente com capital de terceiros, e seu custo médio de capital seria dado pelo seu custo de capital de terceiros, r_B .” (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 254).

Neste contexto, a média ponderada do custo do capital próprio e do custo do capital de terceiros, parte da idéia de que os projetos de investimentos em empresas com dívidas são financiadas por estes dois tipos de capital, representando o que se conhece por custo médio ponderado de capital (WACC). As palavras de Copeland, Koller e Murrin (2002), resumem o conceito:

“Tanto credores quanto acionistas esperam ser remunerados pelo custo da oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa em vez de outra de risco semelhante. O custo médio ponderado do capital (WACC) é a taxa de desconto, ou valor do dinheiro no tempo, usada para

converter o fluxo de caixa livre futuro em valor presente para todos os investidores.” (Copeland, Koller e Murrin, 2002, p. 205).

Segundo Gitman (2001) o custo médio ponderado de capital (WACC) reflete o custo futuro médio esperado de fundos a longo prazo, sendo que ele é encontrado pela ponderação do custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa.

Damodaran (2002) considera que o custo das dívidas é determinado através de três principais fatores. O nível corrente das taxas de juros influencia diretamente o custo da dívida, pois quanto maior ele for maior o custo da dívida para a empresa. Assim como o nível de juros, o risco de inadimplência por parte da empresa faz com que o custo de captação aumente. Por outro lado, os benefícios fiscais associados aos empréstimos reduzem o custo da dívida devido à dedutibilidade dos juros e despesas com “*leasing*” por exemplo, na apuração do lucro da empresa.

Helfert (2000), salienta que o custo do capital serve como taxa de retorno na avaliação de um projeto de investimento:

“Em uma empresa de um único negócio, com características de risco bem definidas, o custo ponderado de capital, conforme calculado aqui, pode servir como uma taxa de retorno aceitável para projetos de investimento classificados por ordem economicamente decrescente de atratividade”. (Helfert, 2000, p. 246).

O autor observa que o custo médio ponderado de capital serve como padrão de referência na avaliação de projetos de investimento, assim como se modifica em função do grau de alavancagem financeira, alavancagem operacional e o próprio custo de capital. A estrutura de capital, evidenciada através da alavancagem financeira, pode favorecer o capital próprio ou o capital de terceiros, dependendo da situação. Por outro lado, a alavancagem operacional refere-se à remuneração do capital próprio, a qual eleva o custo do capital próprio na medida em que melhor remunera o proprietário.

Por fim, cabe ainda lembrar que os níveis de risco precisam ser bem definidos de acordo com os diferentes tipos de projetos, ainda que em uma mesma empresa com estrutura de capital bem definida. Investimentos de reposição de máquinas apresentam riscos diferentes do que projetos de instalação ou até expansão de mercados existentes através de novos mercados ou novos produtos e serviços. Neste sentido, parte desse problema é evitado neste estudo, pois avalia-se somente os investimentos realizados na abertura de novos pontos de venda para uma empresa do setor supermercadista.

4 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA PROPOSTA

Na avaliação do investimento realizado em um novo ponto de venda pela empresa L. C. Bonato & Cia Ltda através do Fluxo de Caixa do Acionista, cabe destacar que todo o estudo que se fará a seguir sobre fluxo de caixa, tem o objetivo de demonstrar, o mesmo, como ferramenta gerencial de avaliação. Isto significa que se fará uma projeção com o conhecimento adquirido a partir das informações fornecidas pela empresa.

4.1 ANÁLISE DO PROCESSO DECISÓRIO ATUAL

Segundo Bortoli Neto e Moreira Jr. (2001), a empresa familiar é uma das mais antigas formas de negócio na evolução da humanidade. Os autores esclarecem as principais características empresariais encontradas nessas organizações:

“Na literatura sobre essas organizações pode-se verificar a existência de problemas relacionados a sua gestão e a sua sobrevivência, destacando-se principalmente as dificuldades ligadas às seguintes áreas: processo decisório, profissionalização e conflitos entre os seus participantes. Deve-se ressaltar que, entre os problemas apontados na literatura, normalmente não se encontram categorizados aqueles ligados ao tamanho da empresa, mas sim aqueles relacionados com o tipo de organização: familiar”. (Bortoli Neto e Moreira Jr., 2001, p. 2).

Por outro lado, Donatti (1999) salienta que quando se fala em empresa familiar é comum pensar em uma empresa atrasada, que jamais atenderá às exigências dos mercados globais, demonstrando uma relação entre família e carência de modernidade. Segundo a autora é possível que esse pensamento tenha origem no passado. Assim, é necessário que a empresa familiar esteja sempre inovando e acompanhando as exigências contemporâneas e a racionalidade administrativa moderna, de forma a romper com os elos paternalistas herdados junto à propriedade.

Em vista disso, observa-se que a L. C. Bonato & Cia Ltda não conta com um modelo satisfatório e eficaz que subsidie as principais decisões de investimento conforme demonstrado na delimitação do tema deste estudo. Na realidade, trata-se de uma empresa familiar em que a maioria das decisões, em diferentes níveis, são centralizadas na diretoria geral, mantendo-se as tradicionais características de uma empresa familiar. Com isso, o desempenho da empresa como um todo perde agilidade, não otimizando o seu potencial.

Apesar disso, observa-se que a centralização de poder na L. C. Bonato não é o principal problema. Na verdade, a dificuldade fundamental enfrentada em relação à decisão de novos investimentos, é a inexistência de um modelo claro de apoio que subsidie a decisão de investimento em um novo ponto de venda, maximizando o valor da empresa, ou seja, criando e agregando valor a ela e em conseqüência maximizando a riqueza do proprietário.

Para Damodaran (2002) a criação de valor agrega benefícios a todos os fornecedores de capital, assim como à economia como um todo. Este estudo trabalhará nesta linha, avaliando o processo decisório assim como a própria decisão, no que se refere à implantação de um novo ponto de venda, no sentido de criar valor para a empresa e para o proprietário. Várias partes estão interessadas na saúde da empresa, ou seja, os sócios no retorno do seu capital investido, os fornecedores na liquidez, os empregados na solidez e nos seus benefícios, e assim sucessivamente.

Com isso, após verificação “*in loco*” junto à direção da empresa, observou-se que as decisões relativas à abertura de novos pontos de venda são embasadas, nas seguintes premissas:

- O investimento realizado em uma nova loja da rede pode ser subsidiado pelas demais lojas existentes, caso necessário.
- O custo do capital para um investimento a ser realizado representa o custo de captação deste dinheiro em alguma linha de crédito para este tipo de investimento.

- Investimentos em novos pontos de venda financiados por capital de giro próprio em detrimento de linhas de crédito de longo prazo para este segmento.

Na realidade, estes conceitos podem ser utilizados como premissas para criar-se um modelo de análise e avaliação de investimentos, caso sejam devidamente corrigidos, e desse modo, servirão de base para as decisões a serem tomadas neste âmbito. Entende-se que a utilização de um ponto de venda para subsidiar o investimento em um novo ponto, poderá levar a decisões destruidoras de valor caso não seja utilizada uma ferramenta gerencial que avalie este novo investimento. Da mesma forma, o custo de capital para a empresa não é representado apenas pelo custo de captação junto a terceiros, e sim uma média entre o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros. Entretanto, o custo do capital próprio é o custo de capital para os sócios ou acionistas e, portanto, será utilizado como taxa de desconto no fluxo de caixa do acionista. Por fim, grandes desencaixes presentes podem levar a empresa a dificuldades financeiras devido à falta de capital de giro e, conseqüentemente, caso todas essas premissas não sejam corrigidas, levarão a destruição do valor da empresa.

Zdanowicz (1998) salienta que as decisões tomadas na maioria dos setores da empresa provocarão um impacto sobre o fluxo de caixa. Assim, é importante que o administrador financeiro seja capaz de reconhecer as conseqüências financeiras nas diferentes decisões, tornando-se um verdadeiro administrador de valor.

A literatura existente, segundo Damodaram (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002) e outros autores, aponta para algumas dificuldades com relação à mensuração de taxas de juros, pois existem incertezas quanto à estimação de taxas de desconto para os diferentes fluxos de caixa, assim como à estimativa de taxas para projeção de vendas e de despesas. Para contornar parte desse problema, conta-se com uma estatística histórica estável e conhecida da empresa com relação a orçamentos de receitas e despesas envolvidas no projeto de investimento em estudo, pois trata-se de um investimento já realizado e, portanto, será necessário apenas projetar os resultados para os anos subseqüentes.

Convém lembrar, segundo Damodaran (2002) que o fator principal é não misturar os diferentes tipos de fluxos de caixa com as diferentes taxas, pois caso contrário, poderá levar a decisões destruidoras de valor. Por isso, será trabalhado com maior profundidade, no desenvolvimento deste caso, o custo do capital próprio como taxa de desconto para o fluxo de caixa do acionista.

Com base na peculiaridade da empresa, o cálculo do nível de risco será facilitado, uma vez que se avalia um único ativo, ou seja, uma só empresa ou um projeto de investimento, e não uma carteira de mercado, com diferentes tipos de investimentos e conseqüentemente, vários níveis de risco.

Considera-se importante que o administrador de valor conheça profundamente as principais dificuldades apresentadas, para que consiga estimar, com maior precisão, as taxas futuras assim como as projeções dos fluxos de caixa, de modo a diminuir os riscos de tomadas de decisões equivocadas. Assim, o perfeito entendimento destas dificuldades favorecerá a estimação de taxas de crescimento históricas envolvendo orçamentos de receitas, custos, despesas e investimentos, de estrutura e alavancagem operacional e financeira, de estrutura de capital, do ramo em que a empresa atua, de expectativas futuras, dentre outros. Assim, por esses fatores serem altamente relevantes no processo de estimação de taxas de desconto e projeções, a situação neste estudo apresenta-se favorável e positiva, pois o pesquisador é parte integrante do processo em análise.

Por fim, segundo Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Bodie, Kane e Marcus (2000) e outros, o fluxo de caixa do acionista, descontado com base no custo do capital próprio torna-se uma ferramenta gerencial de fácil elaboração, o que vem a atender às peculiaridades da empresa em estudo.

4.2 SELEÇÃO DE PREMISSAS PARA AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO ATRAVÉS DO FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA

Por motivos de confidencialidade das informações omite-se neste estudo o valor da empresa, bem como os seus verdadeiros números, pois todos são apresentados de forma fictícia e servem apenas para ilustração da aplicação das técnicas de avaliação de investimentos. Apesar disso, entende-se que a relevância deste estudo não será prejudicada, pois apesar dos números serem fictícios, eles terão coerência precisa na medida em que se utiliza um mesmo indexador para todos os valores que não podem ser revelados.

Do que foi analisado no decorrer do referencial teórico, dois pontos mostram-se fundamentais para a continuidade deste estudo. O primeiro refere-se a importância da seleção de premissas como base de sustentação para a realização das projeções. E o segundo, a utilização de um modelo de avaliação de investimentos, baseado no fluxo de caixa descontado, objetivando atingir a criação de valor para o acionista ou proprietário.

Assim, o analista precisa ter em mente que a escolha do melhor modelo de avaliação não garante a avaliação mais correta do investimento, pois a seleção rigorosa de premissas e a utilização de um modelo de projeção adequado são de fundamental importância. Por isso, deve-se dar a devida atenção às premissas, pois um pequeno erro numa única variável pode comprometer a avaliação realizada.

4.2.1 Premissas econômico-financeiras

Antes de definir as principais premissas para a projeção, cabe lembrar que o caso em estudo refere-se a uma loja da empresa, já inaugurada na cidade de General Câmara em dezembro de 2000 e, portanto, será necessário projetar somente os anos posteriores ao ano de 2002. Em vista disso, toma-se por base os resultados históricos já apurados da loja em estudo, assim como algumas peculiaridades do histórico da empresa.

Cabe destacar, que a empresa não sofre concorrência direta das grandes redes de supermercados do Estado, como Sonae Distribuição Brasil S/A, Cia Zaffari Comércio e Indústria e Carrefour Com. Ind. Ltda. Outro ponto importante a destacar, refere-se ao prazo de cinco anos, estipulado pela diretoria da empresa, para recuperação do investimento em um novo ponto de venda.

Com relação às premissas, optou-se por não utilizar diretamente variáveis macroeconômicas como evolução do PIB, desempenho da balança comercial, e outros. Entende-se que estas variáveis não teriam contribuição significativa para a projeção em análise. Assim, foram definidas as seguintes premissas inerentes à empresa e à loja em estudo:

- **Composição da receita:** As vendas à vista representam 80% do total das vendas e, o restante das vendas tem prazo máximo de 30 dias. Em cenários pessimista, provável e otimista, projeta-se, com base no histórico da empresa, um crescimento de 15% nas vendas, composto de inflação mais crescimento real. A mesma variação, projeta-se também para as vendas canceladas.
- **Impostos incidentes sobre vendas:** O ICMS, PIS e COFINS incidem sobre a receita do supermercado, porém existem diversas situações tributárias possíveis, pois os supermercados comercializam uma larga gama de produtos com diferentes alíquotas. Neste caso, optou-se por uma média com base no histórico da loja e da empresa, ou seja, os impostos sobre vendas representam aproximadamente 12,40% da receita bruta de vendas.
- **Custo das mercadorias vendidas:** Será usada uma margem de lucro bruto de 35%, obtida com base no histórico da empresa.
- **Investimentos e imobilizações:** Serão considerados investimentos os gastos relativos ao esforço da empresa para a abertura de um novo ponto de vendas. Os gastos foram realizados de três formas: O prédio foi financiado diretamente com o antigo proprietário, conforme quadro 01, sendo que a empresa pagou como juros o rendimento da caderneta de poupança sobre o saldo devedor. A reforma de toda a área física foi realizada com capital próprio da empresa conforme quadro 02. A

aquisição das máquinas, equipamentos, móveis e utensílios foram feitos através de uma linha de crédito para este tipo de investimento, ou seja, um “leasing” junto ao Bannisul - Banco do Estado do Rio Grande do Sul conforme quadro 03.

Quadro 01 – Financiamento do prédio

DATA	VALOR	JUROS	TOTAL
Entrada	60.000,00	0,00	60.000,00
20/11/00	20.000,00	2.691,42	22.691,42
20/12/00	20.000,00	1.964,46	21.964,46
20/01/01	20.000,00	1.726,38	21.726,38
20/02/01	20.000,00	1.598,50	21.598,50
20/03/01	20.000,00	1.265,00	21.265,00
20/04/01	20.000,00	1.461,00	21.461,00
20/05/01	20.000,00	1.159,00	21.159,00
20/06/01	20.000,00	1.131,00	21.131,00
20/07/01	20.000,00	1.080,00	21.080,00
20/08/01	20.000,00	1.016,00	21.016,00
20/09/01	20.000,00	871,00	20.871,00
20/10/01	20.000,00	665,82	20.665,82
20/11/01	20.000,00	471,94	20.471,94
20/12/01	20.000,00	382,25	20.382,25
20/01/02	20.000,00	208,92	20.208,92
20/02/02	10.000,00	70,03	10.070,03
TOTAL	370.000,00	17.762,72	387.762,72

Quadro 02 – Reforma realizada no prédio

DATA	VALOR
out/00	40.000,00
nov/00	90.000,00
TOTAL	130.000,00

Quadro 03 – “Leasing” de máquinas, equipamentos, móveis e utensílios

DATA	RESIDUAL	ARRENDAMENTO	TOTAL
Entrada	25.138,80	0,00	25.138,80
jan/01	937,72	4.802,78	5.740,50
fev/01	937,72	4.802,78	5.740,50
mar/01	937,72	4.802,78	5.740,50
abr/01	937,72	4.802,78	5.740,50
mai/01	937,72	4.802,78	5.740,50
jun/01	937,72	4.802,78	5.740,50
jul/01	937,72	4.802,78	5.740,50
ago/01	937,72	4.802,78	5.740,50
set/01	937,72	4.802,78	5.740,50
out/01	937,72	4.802,78	5.740,50
nov/01	937,72	4.802,78	5.740,50
dez/01	937,72	4.802,78	5.740,50
jan/02	937,72	4.802,78	5.740,50
fev/02	937,72	4.802,78	5.740,50
mar/02	937,72	4.802,78	5.740,50
abr/02	937,72	4.802,78	5.740,50
mai/02	937,72	4.802,78	5.740,50
jun/02	937,72	4.802,78	5.740,50
jul/02	937,72	4.802,78	5.740,50
ago/02	937,72	4.802,78	5.740,50
set/02	937,72	4.802,78	5.740,50
out/02	937,72	4.802,78	5.740,50
nov/02	937,72	4.802,78	5.740,50
dez/02	937,72	4.802,78	5.740,50
jan/03	937,72	4.802,78	5.740,50
fev/03	937,72	4.802,78	5.740,50
mar/03	937,72	4.802,78	5.740,50
abr/03	937,72	4.802,78	5.740,50
mai/03	937,72	4.802,78	5.740,50
jun/03	937,72	4.802,78	5.740,50
jul/03	937,72	4.802,78	5.740,50
ago/03	937,72	4.802,78	5.740,50
set/03	937,72	4.802,78	5.740,50
out/03	937,72	4.802,78	5.740,50
nov/03	937,72	4.802,78	5.740,50
dez/03	937,72	4.802,78	5.740,50
TOTAL	58.896,72	172.900,08	231.796,80

- **Despesas com “leasing”:** Representa o valor do arrendamento conforme quadro 03.
- **Despesas com pessoal:** Com base nos últimos dissídios coletivos dos empregados do comércio, projetou-se um acréscimo na despesa de 12% para o ano de 2003 e 15% para os anos de 2004 e 2005.
- **Despesas com água, energia elétrica e telefone:** Projetou-se um acréscimo cumulativo nas tarifas de 20% para os anos de 2003, 2004 e 2005.
- **Despesas com manutenção e conservação:** Com base nos contratos de manutenção e conservação realizados pela empresa para os anos de 2003, 2004 e 2005, foi projetada uma despesa fixa de R\$ 9.600,00 por ano.
- **Despesas diversas:** Projetou-se um cenário pessimista para os anos seguintes com uma despesa fixa de R\$ 4.800,00 por ano.
- **Receitas diversas:** Foram desconsideradas para os anos de projeção, pois não contribuiriam em praticamente nada.
- **Receitas e despesas não operacionais:** Foram totalmente desconsideradas nesta avaliação, pois não tiveram movimentação nos primeiros anos.
- **Despesa com depreciação:** A depreciação será calculada à taxa de 3% a.a. para prédios e 10% a.a. para máquinas, equipamentos, móveis e utensílios. Para o prédio, a despesa com depreciação será calculada sobre o valor de aquisição do prédio (R\$ 370.000,00) mais o valor da reforma realizada (R\$ 130.000,00). Conforme o Regulamento do Imposto de Renda, para máquinas, equipamentos, móveis e utensílios, a despesa com depreciação será calculada somente a partir do ano de 2004 (após o pagamento total do financiamento), pois se trata de um “leasing” ou arrendamento mercantil.
- **Despesa com juros:** Representa o valor pago de juros conforme quadro 01.
- **IR e CSSL:** O imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido serão calculados à alíquota de 34%.

4.2.2 Projeção dos Resultados

Com base nas premissas econômico-financeiras, no prazo de recuperação do investimento estipulado pela empresa e o fato do caso ser sobre uma loja já inaugurada, será necessário projetar somente os anos de 2003, 2004 e 2005, conforme apresentado no quadro 04, sendo que as projeções a partir deste prazo certamente serão mais positivas ainda.

Quadro 04 – Projeção de resultados²

CONTAS	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Receita Bruta de Vendas	223.683,38	2.116.431,55	2.620.491,44	3.013.565,16	3.465.599,93	3.985.439,92
Vendas à Vista	177.850,66	1.643.409,10	2.071.498,48	2.410.852,12	2.772.479,94	3.188.351,94
Vendas a Prazo	45.832,72	473.022,45	548.992,96	602.713,04	693.119,99	797.087,98
Deduções da Rec. Bruta	(27.559,45)	(258.999,56)	(326.270,63)	(377.435,73)	(434.051,08)	(499.158,75)
Vendas Canceladas	(25,32)	(1.115,57)	(3.264,04)	(3.753,65)	(4.316,69)	(4.964,20)
Desp. c/impostos s/vendas	(27.534,13)	(257.883,99)	(323.006,59)	(373.682,08)	(429.734,39)	(494.194,55)
Receita Líquida de Vendas	196.123,93	1.857.431,99	2.294.220,81	2.636.129,43	3.031.548,85	3.486.281,17
CMV	(149.042,80)	(1.397.487,78)	(1.710.663,65)	(1.952.688,47)	(2.245.591,74)	(2.582.430,50)
Lucro Bruto	47.081,13	459.944,21	583.557,16	683.440,96	785.957,11	903.850,67
Despesas Operacionais	(13.610,05)	(288.897,24)	(298.392,15)	(342.449,77)	(327.973,01)	(378.121,94)
Desp. c/Leasing	0,00	(57.633,36)	(57.633,36)	(57.633,36)	0,00	0,00
Desp. c/Pessoal	(10.398,66)	(176.850,13)	(195.119,17)	(218.533,47)	(251.313,49)	(289.010,51)
Desp. c/Água	(308,93)	(2.614,47)	(3.171,14)	(3.805,37)	(4.566,44)	(5.479,73)
Desp. c/Energia Elétrica	(2.480,72)	(43.217,30)	(34.217,05)	(41.060,46)	(49.272,55)	(59.127,06)
Desp. c/Telefone	(421,74)	(8.327,17)	(5.847,59)	(7.017,11)	(8.420,53)	(10.104,64)
Desp. c/Manut. E Conserv.	0,00	0,00	(1.678,52)	(9.600,00)	(9.600,00)	(9.600,00)
Desp. Diversas	0,00	(254,81)	(725,32)	(4.800,00)	(4.800,00)	(4.800,00)
Receitas Operacionais	0,00	297,35	425,12	0,00	0,00	0,00
Rec. Diversas	0,00	297,35	425,12	0,00	0,00	0,00
Resultado Operacional	33.471,08	171.344,32	285.590,13	340.991,20	457.984,09	525.728,73
Despesas Não Operacionais	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Receitas Não Operacionais	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBTIDA	33.471,08	171.344,32	285.590,13	340.991,20	457.984,09	525.728,73
Desp. c/Depreciação	(1.250,00)	(15.000,00)	(15.000,00)	(15.000,00)	(20.889,67)	(20.889,67)
EBIT	32.221,08	156.344,32	270.590,13	325.991,20	437.094,42	504.839,06
Desp. c/Juros	(4.655,88)	(12.827,89)	(278,95)	0,00	0,00	0,00
Resultado antes dos Impostos	27.565,20	143.516,43	270.311,18	325.991,20	437.094,42	504.839,06
IR e CSSL	(9.372,17)	(48.795,59)	(91.905,80)	(110.837,01)	(148.612,10)	(171.645,28)
Resultado Líquido	18.193,03	94.720,84	178.405,38	215.154,19	288.482,32	333.193,78

² Os anos de 2000, 2001 e 2002 referem-se a resultados já realizados.

4.2.3 Projeção do Fluxo de Caixa do Acionista

Conforme o exposto na seção 2.1.4.1.1 (Fluxo de Caixa do Acionista), observa-se que o fluxo é apurado após o pagamento do principal de dívidas financeiras, variações de capital de giro e outras dívidas junto a terceiros. Com isso, entende-se que a escolha do fluxo de caixa do acionista é uma forma mais simples de visualizar o valor criado para os acionistas ou proprietários, dando-lhes melhores condições de avaliar a empresa que estão financiando, pois trata-se de uma pequena empresa familiar de capital fechado. Este fluxo deve ser descontado por uma taxa que reflita o custo de capital dos acionistas, o qual deve ser definido como a taxa de retorno exigida pelos acionistas para continuarem investindo na empresa.

O pagamento do principal das dívidas nesta avaliação abrange o valor de aquisição do prédio conforme quadro 01, o valor da reforma realizada no prédio conforme quadro 02 e o valor residual do “*leasing*” de máquinas, equipamentos, móveis e utensílios conforme quadro 03.

Convém lembrar, segundo Damodaram (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002) e outros autores aqui citados, que o fluxo de caixa do acionista evidencia o montante de recursos não comprometidos com outros credores que não os proprietários e, sendo assim, entende-se que este fluxo de caixa tem maior aplicabilidade para o caso em estudo conforme exposto no quadro 05.

Quadro 05 – Fluxo de Caixa do Acionista

CONTAS	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultado Líquido	18.193,03	94.720,84	178.405,38	215.154,19	288.482,32	333.193,78
Desp. c/Depreciação	1.250,00	15.000,00	15.000,00	15.000,00	20.889,67	20.889,67
Fluxo de Caixa Operacional	19.443,03	109.720,84	193.405,38	230.154,19	309.371,99	354.083,45
Pgto. Principal Dívidas	(255.138,80)	(251.252,64)	(41.252,64)	(11.252,64)	0,00	0,00
Fluxo de Caixa Líquido do Acionista	(235.695,77)	(141.531,80)	152.152,74	218.901,55	309.371,99	354.083,45

4.2.4 Estimativa da Taxa de Desconto

O cálculo da taxa de desconto para o fluxo de caixa do acionista será baseado no custo do capital próprio. Não cabe utilizar na íntegra o modelo de precificação de ativos financeiros – CAPM por ser uma pequena empresa com capital fechado, optando-se pelo cálculo do custo do capital próprio a poupança, mais o prêmio de risco, uma vez que o cálculo do coeficiente beta fica prejudicado para este tipo de empresa.

Na concepção de Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Bodie, Kane e Marcus (2000) e outros, o CAPM pressupõe títulos livres de risco com baixa variabilidade de seus retornos, prêmio de risco de mercado e o coeficiente beta. No Brasil salienta-se a existência de problemas para a estimação destas três variáveis, com ênfase a empresas de capital fechado sem comparáveis no mercado.

Para Tomazoni e Menezes (2002), a concentração excessiva de nosso mercado de capitais na negociação de poucos papéis e a quase inexistência de alguns setores na bolsa, são as principais dificuldades enfrentadas para o cálculo do custo do capital próprio no Brasil.

Rodrigues e Souza (1999) sugerem a utilização do rendimento da caderneta de poupança, como taxa livre de risco, para sociedades por quotas de responsabilidade limitada, principalmente quando os retornos da empresa se aproximam dos rendimentos da caderneta de poupança, o que é observado na empresa em análise.

Tomazoni e Menezes (2002), com base no trabalho do professor Aswath Damodaran, da Universidade de Nova York, sustentam a utilização do chamado “Risco-Brasil” para mensuração do prêmio de risco, pois os dados referentes a taxas e betas de mercados maduros são somados a adequações matemáticas ao “Risco-Brasil”.

Em vista disso, observa-se que o CAPM, conforme discutido na seção 2.3.1 (Capital Asset Price Model), possui algumas peculiaridades com relação aos seguintes itens:

- Taxa livre de risco: como no Brasil a determinação da taxa livre de risco é algo de difícil avaliação, Damodaran (2002) sustenta como solução a utilização de instrumentos financeiros do governo que reflitam o mínimo risco de longo prazo em moeda local. Neste caso entende-se que a poupança pode ser utilizada como referencial, uma vez que é garantida pelo governo e o investidor pode escolher entre aplicar na poupança ou na empresa.
- Prêmio de risco de mercado: geralmente é calculado utilizando-se o CAPM, ou seja, o modelo mede a diferença entre o retorno médio das ações que compõem o índice de mercado e o retorno médio dos ativos livres de risco em um determinado período. Aqui, pode-se tomar por base o *rating* do Brasil, realizado em 2000, pela Standard & Poors nos Estados Unidos. Assim o chamado “Risco-Brasil” em 2000 estava a uma taxa de 7,80%.
- Coeficiente beta: este coeficiente é calculado com base na regressão do retorno histórico da empresa contra um índice que represente o mercado, o que dificulta a sua utilização neste caso.

Por fim, fazem-se necessárias as adaptações no cálculo do custo do capital próprio, pois trata-se de uma pequena empresa de capital fechado. Assim, utiliza-se como taxa de desconto 16,10%, ou seja, o rendimento da caderneta de poupança no ano de 2000 (8,30% a.a.) mais o prêmio de risco equivalente ao “Risco-Brasil” no ano de 2000 (7,80%).

4.2.5 Cálculo do Fluxo de Caixa do Acionista Descontado

Uma vez determinado o custo do capital próprio, pode-se agora aplicá-lo como taxa de desconto para o cálculo do fluxo de caixa do acionista descontado. Assim, o quadro 06 ilustra o cálculo:

Quadro 06 – Fluxo de Caixa do Acionista Descontado

Anos	Fluxo de Caixa do Acionista	Fator de desconto	Fluxo de Caixa do Acionista Descontado
2000	(235.695,77)	1,0000000000	(235.695,77)
2001	(141.531,80)	0,8613264427	(121.905,08)
2002	152.152,74	0,7418832409	112.879,57
2003	218.901,55	0,6390036528	139.878,89
2004	309.371,99	0,5503907432	170.275,48
2005	354.083,45	0,4740661009	167.858,96
		TOTAL	233.292,05

Com base no quadro acima, conclui-se que o valor presente líquido é positivo, considerando apenas cinco anos na avaliação, como foi proposto pela empresa. Assim, se forem considerados mais anos na análise, o resultado certamente será mais positivo ainda.

4.3 ANÁLISE E AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO EM UM NOVO PONTO DE VENDA

Através dos estudos realizados, observa-se que o processo decisório da empresa não conta com um modelo de apoio à decisão que demonstre a criação ou destruição de valor para o proprietário. Em vista disso, segundo Damodaram (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002) e outros autores, o fluxo de caixa do acionista descontado representa um modelo que evidencia o valor presente líquido criado ou destruído para os proprietários da empresa.

Como o fluxo de caixa do acionista é uma ferramenta gerencial, foram elaboradas projeções com o objetivo de avaliar o investimento e o processo decisório, validando a ferramenta proposta como um método de apoio ao processo de tomada de decisão com relação a investimentos em novos pontos de venda.

O fluxo de caixa líquido do acionista observado no quadro 05 denota a geração futura de valor para o proprietário e, descontá-lo com base no custo do capital próprio, denota a criação ou destruição de valor do novo investimento proposto.

Em vista disso, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), o valor presente líquido positivo, observado no quadro 06 (R\$ 233.292,05), representa uma criação de valor para os proprietários, ou seja, representa o quanto a empresa agrega de valor com este novo ponto de venda (considerando apenas cinco anos na análise). O fluxo de caixa do acionista descontado demonstra o valor criado que não está comprometido com outros credores que não os proprietários da empresa.

Cabe ainda salientar que, segundo os mesmos autores, o valor presente líquido positivo significa uma remuneração acima do custo de oportunidade, enquanto que o valor presente líquido negativo significa que o custo de oportunidade não está sendo remunerado, devendo-se rejeitar o projeto.

Para Damodaran (2002), Copeland, Koller e Murrin (2002), Gitman (2001), e outros, o verdadeiro administrador de valor precisa maximizar o potencial de criação de valor da organização. Para isso é fundamental o uso de uma ferramenta gerencial de apoio ao processo decisório, para visualizar e maximizar o valor na empresa.

Segundo os mesmos autores, o fluxo de caixa do acionista descontado de acordo com o custo do capital próprio, é uma ferramenta de avaliação que vem suprir a carência da empresa com relação a um modelo de apoio ao processo de investimento em um novo ponto de venda.

Contudo, apesar da empresa não contar com um modelo que fundamente sua decisão de investimento, observou-se que a decisão de investir em um novo ponto de venda para a empresa foi válida, pois o fluxo de caixa do acionista descontado evidenciou a criação de valor para o proprietário. Por fim, torna-se fundamental que o administrador utilize uma ferramenta de avaliação, como o fluxo de caixa do acionista para evitar medidas futuras destruidoras de valor, aumentando assim a assertividade das decisões.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A constante criação de valor para os acionistas é o principal objetivo dos gestores financeiros, pois segundo a teoria, a criação de valor é a medida mais importante do desempenho da empresa. Com isto, o administrador financeiro, ou melhor, o verdadeiro administrador de valor é peça fundamental neste processo. Ele precisa desenvolver e institucionalizar em toda a empresa uma filosofia voltada para a administração de valor, criando um sistema de incentivos na qual concentrar-se no valor para o proprietário ou acionista é uma tarefa a ser desenvolvida constantemente por todos.

A criação de valor representa um retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade deste capital. Isto resulta em lucro econômico gerado por um volume de capital investido superior ao seu custo de oportunidade, ou seja, superior ao retorno gerado pelo mesmo volume de capital em outro investimento de nível de risco semelhante em um mesmo instante de tempo.

O fluxo de caixa descontado também conhecido como valor presente líquido, é consagrado como a principal técnica que sintetiza o conceito de criação de valor, pois considera o valor do dinheiro no tempo utilizando o custo de oportunidade do capital. Segundo a regra do fluxo de caixa descontado, é necessário que o retorno sobre o capital investido seja superior ao seu custo de seu financiamento e, superior ao retorno que se poderia obter em outro investimento de risco semelhante.

Na avaliação foi proposta a utilização do fluxo de caixa do acionista descontado com base no custo do capital próprio tendo em vista a sua maior aplicabilidade para este estudo, pois se trata de uma pequena empresa familiar. Assim, o modelo apura o montante de recursos disponíveis a serem distribuídos, ou seja, os recursos que não estão comprometidos com outros credores que não os proprietários.

Nos cálculos, o fluxo de caixa do acionista evidenciou a real criação de valor para os proprietários.

Constatou-se que o fluxo de caixa descontado é um instrumento que permitiu demonstrar e estimar o valor de um novo investimento realizado pela empresa, projetando o resultado de seus custos e receitas. Com isso, o fluxo de caixa obriga a empresa a planejar e controlar todos os seus investimentos, direcionando-os para a criação de valor para o proprietário.

Neste contexto, o fluxo de caixa do acionista foi trabalhado como uma ferramenta gerencial de apoio ao processo de decisão, atendendo aos objetivos dos interessados na saúde da empresa e, possibilitando um melhor planejamento dos investimentos a serem realizados, abrindo um leque de novas oportunidades a serem estudadas.

Uma dificuldade enfrentada no trabalho foi quanto à mensuração da taxa de desconto para o fluxo de caixa do acionista, pois o estudo refere-se a uma empresa de capital fechado. Foram necessárias adaptações no cálculo do custo do capital próprio para sua utilização como taxa de desconto. Assim, o cálculo do coeficiente beta, estimado segundo o modelo CAPM, deixou de ser aplicado, sendo utilizada uma variante deste modelo.

Conclui-se que o fluxo de caixa do acionista mostrou ser uma ferramenta gerencial que vem a atender as carências da empresa em estudo. Assim, uma ação a ser implantada imediatamente na empresa, é a utilização deste modelo no apoio à decisão de investimento.

Por fim, devido à importância atribuída às pequenas empresas familiares, observou-se a carência de um modelo baseado no fluxo de caixa descontado que se adaptasse a realidade dessas empresas, fornecendo uma maior segurança em suas avaliações de forma pragmática, otimizando seu potencial econômico, como é observado nos modelos de fluxo de caixa descontado para avaliação de empresas de capital aberto. Assim, acredita-se que deveria haver estudos e pesquisas sobre ferramentas gerenciais de avaliação voltadas às pequenas empresas familiares de capital fechado, não só relacionadas à abertura de novos pontos de venda, mas a todas as decisões que se fazem necessárias na rotina dessas empresas, tendo em vista um mercado cada vez mais competitivo e globalizado.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAS, Associação Brasileira de Supermercados. Super Hiper - 50 anos, São Paulo. ABRAS, revista n. 324, setembro 2002.

ALVES-MAZZOTTI, Alda Judith. O Planejamento de Pesquisas Qualitativas em Educação, São Paulo. Cadernos de Pesquisa, Fundação Carlos Chagas/Cortez nº 77, p. 53-61, maio 1991.

ASSAF NETO, Alexandre. Os métodos quantitativos de análise de investimentos, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, n. 6, outubro 1992.

ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, v. 9, n. 16, p. 9-25, julho/dezembro 1997.

BEUREN, Ilse Maria. Conceituação e contabilização do custo de oportunidade, Caderno de Estudos FIPECAFI. São Paulo, n. 08, abril 1993.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. Fundamentos de Investimentos. 3 ed. Porto Alegre, Bookman, 2000, 632p.

BORTOLI NETO, Adelino de; MOREIRA JR., Armando Lourenzo. Dificuldade para a realização da sucessão: um estudo em empresas familiares de pequeno porte, São Paulo. Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP, v. 08, n. 4, outubro/dezembro 2001.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da Companhia Paranaense de Energia - COPEL, São Paulo. Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP, v. 07, n. 4, outubro/dezembro 2000.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Princípios de Finanças Empresariais, 5 ed. Lisboa, McGraw-Hill de Portugal, 1998, 1.152 p.

CASTRO JUNIOR, Francisco Henrique Figueiredo de; FAMÁ, Rubens. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos, São Paulo. Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP, v. 09, n. 02, abril/junho 2002.

COLTRO, Alex. Gestão do risco político: algumas considerações teóricas, Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP. São Paulo, v. 07, n. 03, julho/setembro 2000.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas - Valuation. 3 ed. São Paulo, Makron Books, 2002, 499 p.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos. São Paulo, Qualitymark, 2002, 630 p.

DONATTI, Livia. Empresa familiar: A Empresa Familiar em um Âmbito Global, São Paulo. Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP, v. 01, n. 10, julho/setembro 1999.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. William. Teoria da estrutura de capital – As discussões persistem, Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP. São Paulo, v. 01, n. 11, janeiro/março 2000.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A estrutura de capital é relevante? Novas evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos, São Paulo. Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP, v. 08, n. 02, abril/junho 2001.

FREZATTI, Fábio. Valor da Empresa: Avaliação de Ativos pela abordagem do resultado Econômico Residual, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, v. 10, n. 19, p. 57-69, setembro/dezembro 1998.

GALESNE, Alain; FENSTERSEIFER, Jaime E.; LAMB, Robert Boyden. Decisões de Investimentos de Empresa. São Paulo, Atlas, 1999, 295 p.

GIL, Antonio Carlos. Metodologia do Ensino Superior, 3 ed. São Paulo, Atlas, 1997, 122 p.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira: Essencial, 2 ed. Porto Alegre, Bookman, 2001, 610 p.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira, 7 ed. São Paulo, Harbra, 1997, 842 p.

GUERREIRO, Reinaldo. Mensuração do Resultado Econômico, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, n. 03, setembro 1991.

HELFERT, Erich A. Técnicas de Análise Financeira, 9 ed. Porto Alegre, Bookman, 2000, 411 p.

HOLANDA, Victor Branco de. Contabilidade: A Cibernética Empresarial, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, v. 14, n. 25, p. 42-59, janeiro/abril 2001.

KASSAI, José Roberto. Conciliação entre a TIR e ROI, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, n. 14, julho/dezembro 1996.

LAPPONI, Juan Carlos. Avaliação de Projetos de Investimento, São Paulo, Laponi, 1996, 264 p.

MARTINS, Eliseu. Contabilidade VS. Fluxo de Caixa, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, n. 02, abril 1991.

MARTINS, Eliseu. Contabilidade Versus Fluxo de Caixa, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, n. 20, janeiro/abril 1999.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica, São Paulo. Caderno de Estudos FIPECAFI, v. 13, n. 24, p. 28-37, julho/dezembro 2000.

PADOVEZE, Clóvis Luiz. O Papel da Contabilidade Gerencial no Processo Empresarial de Criação de Valor, Caderno de Estudos FIPECAFI. São Paulo, n. 21, maio/agosto 1999.

PENTEADO, Marco Antonio de Barros; FAMÁ, Rubens. Será que o beta que temos é o beta que queremos?, Caderno de Pesquisas em Administração PPGA/FEA/USP. São Paulo, v. 09, n. 03, julho/setembro 2002.

PORTELLA, Gualter. Lucro Residual e Contabilidade: Instrumental de análise financeira e mensuração de performance, Caderno de Estudos FIPECAFI. São Paulo, v. 12, n. 23, p. 9-22, janeiro/junho 2000.

RODRIGUES, Alexandre V.; SOUZA, Almir Ferreira de. Custo do capital próprio em empresas com autofinanciamento positivo, Anais do IV Semead. São Paulo, outubro 1999. Disponível em:

http://www.ead.fea.usp.br/Semead/Vsemead/4semead/Artigos/Financas/Rodrigues_e_Sousa.pdf Acesso em janeiro 2003.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração, 2 ed. São Paulo, Atlas, 1999, 302 p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira, São Paulo, Atlas, 1995, 698 p.

ROZO, José Danúbio. Novos Projetos: O que Valoriza mais a Empresa, Recursos Próprios ou de Terceiros? Qual a Proporção Ótima?, Caderno de Estudos FIPECAFI. São Paulo, v. 16, n. 27, p. 78-88, setembro/dezembro 2001.

SANVICENTE, Antonio Zoratto; MINARDI, Andréa M. A. Fonseca. Determinação do Custo do Capital do Acionista no Brasil, IBMEC/SP. São Paulo, dezembro 1999.

SANVICENTE, Antonio Zoratto; MINARDI, Andréa M. A. Fonseca. Problemas de Estimação do Custo de Capital no Brasil, IBMEC/SP. São Paulo, setembro 1999.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. Perfil das companhias abertas: Comparação com empresas fechadas, IBMEC/SP. São Paulo, janeiro 1996.

SCHMIDT, Paulo; e outros. Controladoria, Porto Alegre, Bookman, 2002, 262 p.

SCHOR, Adriana; BONOMO, Marco; PEREIRA, Pedro L. Valls. Arbitrage Pricing Theory (APT) e Variáveis Macroeconômicas: Um estudo empírico sobre o mercado acionário brasileiro, São Paulo. IBMEC/SP, janeiro 1998.

YIN, Robert K. Estudo de Caso – Planejamento e Métodos, 2 ed. Porto Alegre, Bookman, 2001, 206 p.

TOMAZONI, Tarcísio; MENEZES, Emílio Araújo. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto), RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo. São Paulo, volume 37, número 4, outubro/dezembro 2002. Disponível em: <http://www.fayal.com.br/tarcisio/publicacoes.html> Acesso em janeiro 2003.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação, São Paulo, Atlas, 1995, 175 p.

ZDANOWICZ, José Eduardo. Fluxo de caixa: uma decisão de planejamento e controle financeiros, 7 ed. Porto Alegre, Sagra-Luzzatto, 1998, 335 p.