

Finanças

Metodologia para Determinação do Valor das Empresas: Uma Aplicação no Setor de Calçados de Franca

AUTORES

FABIANO GUASTI LIMA

Centro Universitário de Franca
fabiano@francanet.com.br

ANTÔNIO CARLOS DA SILVA FILHO

Universidade de Ribeirão Preto
acdasf@ibest.com.br

PAULO FERNANDO COELHO MARTINS

Centro Universitário de Franca
paulo_fcm@yahoo.com.br

MAIRA FERREIRA CHAGAS

Centro Universitário de Franca
mferreirachagas@yahoo.com.br

Resumo

O objetivo deste trabalho é possibilitar ao setor calçadista francano a aproximação do modelo da gestão baseada no valor, conforme a metodologia de cálculo apresentado pelo modelo desenvolvido pela Stern & Stewart, através de um estudo de caso de uma empresa de capital fechado do setor de calçados. Diante das dificuldades enfrentadas pelo setor ao longo dos últimos anos, cabe levantar o fato de como se comporta a valoração de uma empresa de calçados exposta às condições adversas desse mercado. Essa foi a motivação para procurar entender como ficariam os ativos de uma empresa de calçados medida pelo EVA – *Economic Value Added* diante dos seus demonstrativos contábeis, por ser uma empresa de capital fechado. Como resultado verificou-se que a empresa de calçados destrói valor no decorrer do período analisado. Não foi encontrada correlação entre câmbio e o fato de haver destruição de valor, embora o câmbio tenha forte impacto na indústria calçadista, principalmente na exportação. Deve-se ressaltar aqui, que a baixa quantidade de dados informados, pode ter influenciado na correlação. Uma limitação desta pesquisa é fato de ter sido considerado o custo do capital próprio igual para todos os anos.

Palavras-chaves: Gestão Baseada no Valor, EVA, MVA.

Abstract:

The goal of this work is to make possible to the Franca shoes branch a value based administration model approach, according the computation methodology introduced by the model developed by Stern & Stewart, through a closed capital company case study from shoes branch. Due to the difficulties faced by this branch along the last years, it is worth asking how is the company's value behavior faced with the market adverse conditions. That was the main motivation to try to understand how the shoes company assets measured by EVA - *Economic Value Added* behave face its accounting demonstrative, as it is a company of closed capital. It was verified, as a outcome of this work, that the shoes company destroys value along the analyzed period. It was not found any correlation between exchange rate and the de-valuation, although the exchange rate has a huge impact in the shoes industry, mainly

in the export field. It should be stressed here that the low amount of informed data might have influenced the correlation. A boundary to this research is fact that the own capital cost was considered the same for all years.

Key-Words: Valuation, E.V.A., M.V.A.

1. Introdução

A gestão baseada no valor é um conceito que vem sendo amplamente divulgado no bojo acadêmico e empresarial como um mecanismo de fortalecimento do arcabouço organizacional, mediante a mudança da interpretação/análise da postura cultural e financeira das empresas, independente da abertura ou não de seu capital.

Fatores como a abertura econômica na década de 90, busca intensiva pela qualidade e a alta competitividade das organizações contribuíram enormemente para a transição conceitual do lucro pelo lucro, simplesmente, para a geração do valor para as organizações, ou seja, geração de riqueza para seus acionistas.

As análises feitas por indicadores baseados nos demonstrativos contábeis estão sendo substituídas no modelo baseado na gestão de valor, por medidas indicativas do sucesso econômico que incorporam o valor agregado aos acionistas ASSAF NETO (2003).

Em um mercado ativo de disputa pelo controle acionário, pela pulverização de divisas, melhoria do padrão de vida, mercado de capitais mais ativos, maior competitividade e produtividade, países cujos modelos econômicos não são baseados na maximização do valor para o acionista lentamente começarão a sentir escassez de capital, numa velocidade e mobilidade que será impressa a partir da percepção dos investidores sobre os retornos para a aplicação de seu capital.

O valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa. Para compreender plenamente o processo de criação de valor é preciso usar uma perspectiva de longo prazo, gerenciar os fluxos de caixa tanto da demonstração dos resultados como do balanço patrimonial e saber como comparar os fluxos de caixa de diferentes períodos ajustados por seus riscos. É praticamente impossível tomar decisões corretas sem informação completa. (EHRBAR, 1999).

É necessário, o que pode ser o fator mais importante neste processo, desenvolver e institucionalizar uma filosofia de administração de valor em todos os níveis da organização. Priorizar o valor para o acionista não é uma meta a ser perseguida apenas quando surge pressão externa dos acionistas. É uma iniciativa contínua.

Em alguns momentos, estratégias de desinvestimento e reestruturação não são suficientes para a criação de valor a longo prazo, que é o valor sustentável para a organização.

São também nessas ocasiões que podemos contar com a gestão baseada no valor, que é determinada pelos fluxos de caixa descontados e o valor criado quando as empresas investem com retornos que excedem seu custo de capital. Ainda vai mais longe, porque trata do modo de como as empresas os utilizam para tomar decisões estratégicas e operacionais.

Afinal, a gestão baseada no valor é uma abordagem administrativa segundo a qual as aspirações da empresa, suas técnicas analíticas e seus processos gerenciais são alinhados para ajudá-la a maximizar seu valor. Isso se dá através da importância atribuída pelo processo decisório e pela alta administração aos principais *value drivers*. (DAMODARAN, 2000).

O município de Franca, localizado no extremo norte do Estado de São Paulo, conta atualmente com uma população de cerca de 300 mil habitantes. A região onde está localizado o município possui importante atividade agro-industrial (açúcar e álcool e processamento de

soja), destaca-se como centro produtor de café e na pecuária de leite, além de ser pólo de extração e lapidação de diamantes.

A origem da indústria calçadista do município de Franca remonta ao final do século XIX, quando estabelecimentos que produziam selas para montarias diversificaram suas atividades e passaram a produzir calçados (os “sapatões”) utilizados para o trabalho no campo.

A existência de atividades de pecuária na região dinamizou a nascente indústria calçadista, dado que permitiu a utilização do principal subproduto dessa atividade, o couro. Além disso, a posição geográfica do núcleo urbano incipiente de Franca possibilitou a formação de um destacado entreposto comercial, distribuidor de gado, sal e outras mercadorias para os viajantes que se dirigiam de São Paulo para o Brasil Central, através da “Estrada dos Goyases”. Também a presença de imigrantes europeus, que trouxeram técnicas mais sofisticadas de produção, contribuiu significativamente para alavancar a indústria calçadista (TOSI, 1999).

No início do século XX, a produção de calçados em Franca, que ainda se organizava em moldes artesanais, foi favorecida pela expansão ferroviária, que permitiu o atendimento do mercado de trabalhadores rurais, próspero com a cultura cafeeira. Segundo Tosi (1999), em 1918 havia 18 artesanatos de calçados na cidade, que produziam os “sapatões” utilizados na zona rural.

Todavia, a formação da atividade manufatureira na região se dá a partir de 1921, com o estabelecimento da empresa pioneira na cidade, a Calçados Jaguar. Essa empresa passou a adotar métodos mecanizados para a produção de calçados, a partir da importação de maquinário oriundo da Alemanha. Porém, a Calçados Jaguar veio a falir em 1926.

A experiência da Jaguar mostrou a importância da mecanização dos processos de produção de calçados, condição necessária para que as oficinas artesanais de Franca pudessem competir com a indústria incipiente de São Paulo e, principalmente, Rio de Janeiro. A partir daí, os irmãos Mello, estabeleceram uma atividade manufatureira de calçados na região e, contando com recursos financeiros internacionais, adquiriram o maquinário necessário, fundando a empresa de Calçados Samello, já em fins da década de 30¹. A partir da experiência da Calçados Samello, diversas outras empresas foram estabelecidas em Franca, consolidando um pólo calçadista local já em meados das décadas de 40 e 50.

Um impulso importante foi dado a partir de 1967, com a expansão das vendas para o mercado externo, especialmente para os EUA, em virtude de cenário internacional favorável e da criação de alguns instrumentos de apoio às exportações de produtos manufaturados, no bojo da política econômica implementada (no período do chamado “milagre brasileiro”).

Assim, a indústria de calçados, não muito diferente de outros segmentos da indústria nacional, estrutura-se de conformidade com a conjuntura, ou ciclos, isto é, quando o câmbio é favorável, a indústria de calçados sente-se atraída para o mercado externo; ao contrário, quando o câmbio não é atrativo, a indústria direciona-se para o mercado doméstico.

Diante destas dificuldades, caberia levantar o fato de como se comporta a valoração de uma empresa de calçados diante do exposto das condições adversas desse mercado. Essa foi a motivação para procurar entender como ficariam os ativos de uma empresa de calçados medida pelo EVA – *Economic Value Added* diante dos seus demonstrativos contábeis, por ser uma empresa de capital fechado.

Inicialmente, são discutidos brevemente mecanismos de gestão referentes à teoria que fundamenta a gestão baseada no valor. A seguir, são apresentados os procedimentos da

¹ Na verdade, a fundação da Calçados Samello, que até hoje é uma das líderes de mercado em seu segmento, data de 1926, quando o fundador, Miguel Sábio de Mello, estabeleceu sua oficina de artesanato de sapatos. A atividade manufatureira da Calçados Samello se inicia, entretanto, em 1939, quando seu irmão, Antonio Lopes de Mello, importou máquinas de fabricação de sapatos, por meio de uma operação de *leasing*.

pesquisa bem como os resultados da avaliação empírica. Finalmente, algumas considerações finais são realizadas, destacando-se a aplicabilidade e as limitações do modelo de gestão baseado no valor obtido empiricamente na amostra levantada.

2. Objetivo

O objetivo geral deste trabalho é possibilitar ao setor calçadista francano a aproximação do modelo da gestão baseada no valor, conforme a metodologia de cálculo apresentado pelo modelo desenvolvido pela Stern & Stewart a partir dos anos oitenta, através de um estudo de caso de uma renomada empresa do setor, que poderá aclarar aos empresários deste segmento acerca da eficiência da implementação desta teoria “em sua realidade”, aqui apresentada de forma detalhada, ou seja, demonstrando passo a passo o critério de avaliação com base no referido modelo e ajustado às empresas de capital fechado..

O trabalho também busca analisar através do estudo de caso se a empresa foi capaz de atender aos preceitos da teoria de Finanças, onde mesmo sem a efetiva aplicação do modelo de Gestão aqui proposto, esta foi capaz de remunerar o capital investido pelos acionistas, a fim de gerar valor para os mesmos.

Como objetivos específicos do trabalho, têm-se: a) Denotar a real aplicação da Gestão Baseada no Valor para o setor calçadista francano, através da análise do caso da empresa denominada X; b) possibilitar às empresas integrantes do setor calçadista francano o contato com o modelo da gestão baseada no valor, “em sua realidade” e c) abordar de forma simplificada os benefícios, metodologia do valor e ferramentas para valoração de empresas de forma prática e concisa.

3. Revisão Bibliográfica

No tocante à avaliação de empresas, muitos trabalhos vem explorando tal assunto de maneira significativa ao longo dos últimos anos e, a fim de evidenciar alguns desses importantes trabalhos, podemos citar a colaboração de Cerbasi (2003), que traz uma interpretação do termo valuation que na língua portuguesa pode apresentado como valoração e que tem sido objeto de diversas correntes de pesquisa, que buscam no seu arcabouço teórico conceber modelos que ofereçam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa ou quanto se deve pagar pelos resultados esperados da empresa, considerando o risco a ser assumido pelo eventual comprador.

Segundo Cornell (1994), “o objetivo de uma avaliação é o de estimar o valor justo de mercado de uma empresa.(...) Tanto o termo avaliação quanto o termo valoração referem-se ao processo de estimar o preço pelo qual uma propriedade trocaria de mãos entre um comprador e um vendedor, estando ambos dispostos a fazer tal transação. (...) Quando o ativo avaliado é uma empresa, a propriedade que o comprador e o vendedor hipotéticos estão negociando consiste nos direitos de todos os detentores de títulos da empresa, incluindo ações, títulos e dívidas privadas”.

Ligado também a esta idéia de criação de valor, Assaf Neto (2003) , demonstra que, dado o crescimento vultoso da competitividade, as organizações necessitam de investimentos muitas vezes expressivos. O objetivo desses investimentos resume-se na obtenção de possíveis ganhos adicionais ao custo do capital investido. A gestão de uma organização tende a sair da postura convencional de medição do lucro e rentabilidade para a gestão voltada à criação de riqueza. Para isto define-se, na tentativa de um consenso de interpretações entre os principais autores, que o objetivo da empresa é o de maximização da riqueza dos acionistas. Assim, essa postura da administração está cedendo espaço para a gestão mais arrojada dos recursos que envolvem o capital, ou seja, a organização tem buscado uma gestão voltada à

criação de riqueza. Essa visualização da moderna gestão das empresas passa a exigir uma atuação mais destacada e sofisticada da contabilidade, cobrindo as necessidades de informação dos vários agentes de mercado.

Levando em consideração o modelo de gestão baseada em valor, há uma crescente demanda pela informação voltada à criação de valor, pondo em dúvida qual o papel que a contabilidade pode assumir em função do oferecimento de informações úteis e fidedignas para os usuários; afinal, as organizações investem numa diversidade de ativos com o objetivo de maximizar seu valor, obstante isso, necessária se faz a utilização de medidas gerenciais que traduzam aos gestores tais informações. Assim, com o intuito de atender a esta demanda surgem alguns indicadores de mensuração de valor, tais como o MVA e o EVA.

ASSAF NETO (2003) demonstra a importância destes indicadores para o sucesso empresarial. O autor descreve que as métricas de desempenho como o EVA, MVA, entre outras, estão sendo cada vez mais utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho gerencial de seus administradores e, dentro da política de incentivos financeiros, vincular sua remuneração ao objetivo de maximização de riqueza do acionista.

Seguindo os preceitos apresentados nos trabalhos citados acima, apresenta-se a partir de então as medidas de criação de valor e a metodologia de cálculo utilizadas na apuração do valor da empresa em estudo.

Medidas de Criação de Valor: a apuração de criação de valor nas empresas, envolve a mensuração métrica de desempenho, através do cálculo dos seguintes indicadores: EVA - valor econômico agregado e MVA - valor agregado pelo mercado, sendo estes os mais tradicionais e conhecidos. Para tanto, são necessários a utilização de outros indicadores que comporão a metodologia de cálculo do EVA e MVA, sendo eles: K_i - custo de capital de terceiros, K_e - custo de capital próprio, W_i - participação de capital de terceiros, W_e - participação de capital próprio, WACC - custo médio ponderado de capital.

4. Metodologia

A fim de testar e comprovar a importância da teoria que apresenta o modelo de Gestão Baseada no Valor, tema deste trabalho, recorreu-se a um estudo de caso que buscará responder aos questionamentos e evidenciar a acuidade desse modelo na prática. Para tanto escolhemos uma empresa do setor calçadista, setor este que tem pouca representação de negócios em Bolsa. O trabalho buscará atender ao objetivo pré-estabelecido, que é elaborar um processo simplificado de *Valuation* baseado na metodologia desenvolvida pela *Stern Stewart* para o setor calçadista, sendo, portanto, o diferencial no qual este trabalho se enquadra. Para garantir o sigilo da Empresa estudada, passou-se a chamá-la de Empresa X, empresa esta situada na cidade de Franca-SP. e de destaque no setor. Os dados utilizados nessa avaliação são referentes ao exercício dos anos de 2001, 2002 e 2003, ou seja, avaliou-se a empresa por três anos consecutivos e em um período de estabilidade econômica oriunda do Plano Real, onde neste período destaca-se a desvalorização cambial de 2002 e altos períodos de aumento de juros.

5. Análise dos Resultados

A seguir é explicada a metodologia adotada na avaliação dessa empresa, e vale ressaltar a dificuldade que foi encontrada em estimar o custo médio do capital próprio e outras informações relevantes a serem utilizadas nessa avaliação.

Para iniciar a avaliação estimamos o custo de capital próprio da empresa tendo por base a média aritmética simples dos três anos estudados, e esses dados foram auferidos das empresas deste setor que negocia papéis na Bolsa.

Custo de Capital Próprio – K_e : é a remuneração mínima exigida ou esperada pelos proprietários de capital em relação à entidade investida. Reconhecer o custo de oportunidade do capital pode representar a continuidade propriamente dita da empresa, sendo portanto essencial. Como o setor em estudo não possibilita um estudo mais fidedigno da apuração do custo de capital próprio, adotou-se a metodologia de cálculo dessa taxa como *benchmarking* da economia dos EUA.

Para encontrar o custo de capital próprio, tomou-se como taxa livre de risco o CDI anual estimado já descontado a inflação e obteve-se:

Tabela 1: Taxa livre de risco adotada

Ano	$R_f = \text{CDI}$
2001	5,47%
2002	5,29%
2003	4,77%

Fonte: Economática

Considerou-se o retorno de mercado, o retorno da carteira do Ibovespa anual, e o C-Bond como indicador percentual do risco país, como demonstrado no quadro abaixo:

Tabela 2: Retorno de Mercado e Risco país

Ano	$R_M = \text{Ibovespa (a)}$	$\alpha_{BR} = \text{C-Bond (b)}$
2001	-11,02%	-8,52%
2002	-17,01%	6,04%
2003	97,34%	1,54%

Fonte: (a) Economática (b) www.ipeadata.gov.br

Damodaran (1996), indica que o ideal é começar com a apuração da medida de risco do país, baseada no *spread* dos bônus corporativos de empresas norte-americanas de mesmo *rating* do país da empresa em análise (ambos divulgados por agências classificadoras de risco).

Como o setor da empresa em estudo não possui um beta específico, adotou-se o critério sugerido por Assaf Neto (2003), que é usar o beta dado por *benchmarking*, e neste caso adotamos o beta apresentado por Damodaran², sendo $\beta_u = 0,91$ o beta médio estipulado para o mercado dos EUA para o setor calçadista. Porém, tal beta é não-alavancado e, no entanto, para calcular o K_e é necessário utilizar o beta alavancado, isto é, considerar a estrutura de capital (dívida –P/PL) da empresa, onde β_L é o beta da empresa que usa alavancagem financeira, P são os passivos onerosos, PL capital próprio e IR a alíquota do Imposto de Renda que foi considerado de 34%. A expressão fica:

$$\beta_L = \beta_u \times [1 + (P/PL) \times (1 - IR)] \quad (1)$$

E só então calculamos o K_e para cada um dos anos, pela expressão abaixo:

$$K_e = R_f + \beta_L [R_M - R_f] + \alpha_{BR} \quad (2)$$

² www.damodaran.com

Por meio dessa expressão, o investidor define uma taxa de retorno exigida superior ao que apuraria em um mercado de risco mínimo, como o dos EUA. O retorno adicional esperado é a remuneração pelo risco-país, conforme mensurado em α_{BR} .

Por outro lado, verificando-se maior volatilidade do mercado acionário, é esperado que o prêmio pelo risco de mercado do país seja maior que o próprio risco país adicionado no cálculo do custo de capital. Isso ocorre principalmente em perspectivas de projeções de curto prazo.

Nesse caso, é possível ajustar-se o prêmio pelo risco-país a essa maior volatilidade do mercado, por meio do dimensionamento da volatilidade relativa do mercado acionário em relação ao mercado de renda fixa, base de cálculo do prêmio pelo risco-país.

Como foram encontrados valores extremamente discrepantes, optou-se por adotar a média do K_e a ser utilizado, uma vez que a média é estatisticamente um indicador não enviesado, chegando a um valor $K_e = 14,45\% \text{ a.a.}$

Custo de Capital de Terceiros – K_i : Esse cálculo visa estimar o custo do dinheiro empregado na estrutura de capital da empresa, esse capital não é originário dos donos da empresa, sendo captado no mercado financeiro. Esse custo é estimado pela fórmula abaixo:

$$K_i = \frac{\text{Despesa Financeira Líquida de IR}}{\text{Passivo Oneroso}} \quad (3)$$

Participação de Capital de Terceiro - W_i : Com tal indicador é possível mensurar a participação de capital de terceiro na estrutura de capital da empresa, através da fórmula:

$$W_i = \frac{P.O.}{\text{Investimento}} \quad (4)$$

Participação de Capital Próprio - W_e : Com esse indicador é possível quantificar a porcentagem de capital próprio que é empregado na formação do capital geral da empresa, sendo o seguinte resultado:

$$W_e = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Investimento}} \quad (5)$$

Custo Médio Ponderado de Capital - WACC: É o resultado da participação dos fundos de terceiros com custo de capital de terceiros, adicionado a participação dos fundos próprios com o custo do capital próprio.

$$WACC = K_i \times W_i + K_e \times W_e \quad (6)$$

Valor Econômico Agregado - EVA: O valor econômico agregado (EVA) é considerado como o principal direcionador de riqueza da empresa no mercado globalizado. Revela se a companhia está sendo competente em gerar um retorno que mensure as expectativas de ganhos de seus proprietários.

Quanto mais elevado se apresentar o EVA, maior é a riqueza gerada pela empresa no período, o que deve refletir-se na valorização de seu preço de mercado.

Uma gestão baseada no valor é consequência de um posicionamento mais competitivo da empresa, tendo seu pessoal as mesmas expectativas e metas gerenciais dos acionistas. As

decisões financeiras são avaliadas pelo valor econômico que agregam à empresa e não pelo resultado contábil tradicional que, entre outras limitações apontadas, não considera o custo de oportunidade do capital próprio.

Valor Agregado pelo Mercado – MVA: Segundo ASSAF NETO (2003), o MVA reflete a expressão monetária da riqueza gerada aos proprietários de capital determinada pela capacidade operacional da empresa em produzir resultados superiores ao seu custo de oportunidade. É uma avaliação do futuro, calculada com base nas expectativas do mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor. Neste enfoque, o MVA pode ser apurado pela diferença entre o valor total de mercado da empresa e o montante de capital investido pelos acionistas e credores.

À luz do modelo apresentado e de acordo com os dados levantados da empresa em análise, que integra o setor calçadista e tem sua estrutura de capital fechado, obteve-se as seguintes avaliações dos três anos estudados.

Seguindo as expressões acima, tem-se:

Tabela 3: Dados utilizados na pesquisa

Ano	K_i (%a.a)	K_e (%a.a)	W_i (%)	W_e (%)	WACC (%a.a)
2001	38,02%	14,45%	33,67%	66,33%	22,39%
2002	27,73%	14,45%	38,13%	61,87%	19,50%
2003	8,03%	14,45%	43,00%	57,00%	11,69%

Fonte: Elaborado pelos autores

Avaliação no ano de 2001:

No ano de 2001 a empresa apresentou os seguintes resultados:

Tabela 4: Resultados do ano de 2001

Ativo Total	R\$ 35.686.803,33
(-) Passivo Não Oneroso	R\$ 8.888.877,49
(=) Investimento Total	R\$ 26.797.925,84
Passivo Oneroso	R\$ 9.022.003,70
Patrimônio Líquido	R\$ 17.775.922,14
Lucro Operacional Líquido de IR	R\$ 5.618.796,38
EVA	R\$ -276.747,31
MVA	R\$ -1.257.942,32
VALOR DA EMPRESA	R\$ 25.539.983,52

Fonte: Elaborado pelos autores

Avaliação no ano de 2002:

No ano de 2002 a empresa apresentou os seguintes resultados:

Tabela 5: Resultados do ano de 2002

Ativo Total	R\$ 48.840.154,33
(-) Passivo Não Oneroso	R\$ 9.637.421,83
(=) Investimento Total	R\$ 39.202.732,50
Passivo Oneroso	R\$ 14.949.814,22
Patrimônio Líquido	R\$ 24.252.918,28
Lucro Operacional Líquido de IR	R\$ 5.132.875,09
EVA	R\$ -2.707.671,41
MVA	R\$ -13.538.357,05
VALOR DA EMPRESA	R\$ 25.664.375,45

Fonte: Elaborado pelos autores

Avaliação no ano de 2003:

No ano de 2003 a empresa apresentou os seguintes resultados:

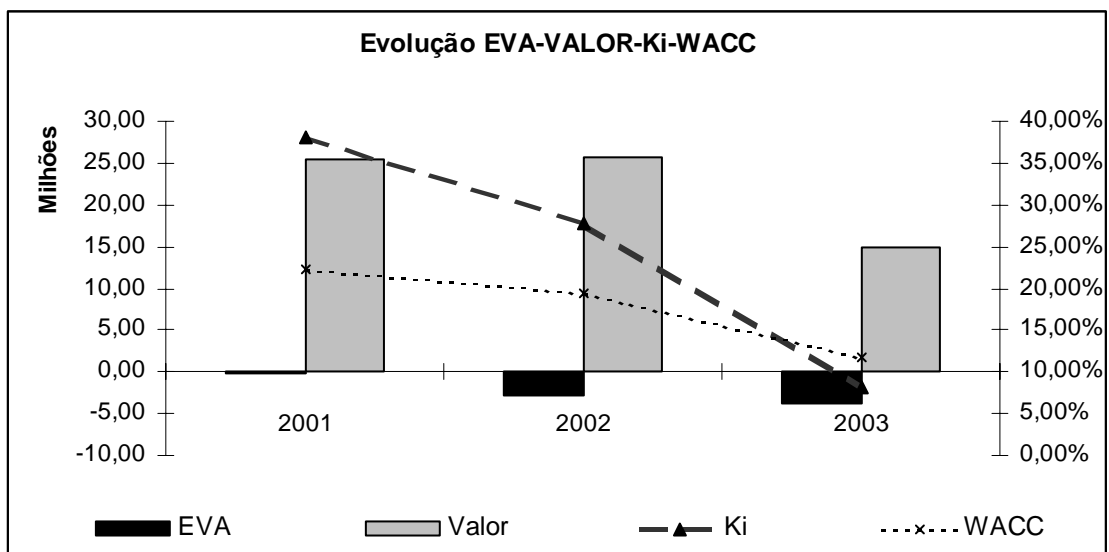
Tabela 6: Resultados do ano de 2003

Ativo Total	R\$ 56.257.383,52
(-) Passivo Não Oneroso	R\$ 10.148.871,99
(=) Investimento Total	R\$ 46.108.511,53
Passivo Oneroso	R\$ 19.827.408,30
Patrimônio Líquido	R\$ 26.281.103,23
Lucro Operacional Líquido de IR	R\$ 1.647.095,80
EVA	R\$ -3.741.375,40
MVA	R\$ -31.178.128,33
VALOR DA EMPRESA	R\$ 14.930.383,20

Fonte: Elaborado pelos autores

Resumindo os dados, pode-se observar que:

Figura 1: Resumo dos dados – Evolução do EVA, Valor da Empresa, Custo da dívida, e custo de capital



Fonte: Elaborado pelos autores

Tabela 7: matriz de correlação entre as variáveis selic, câmbio, EVA, custo de capital e custo da dívida

		SELIC	CAMBIO	EVA	KI	WACC
SELIC	Pearson Correlation	1	,981	,650	,898	,931
	Sig. (2-tailed)	,	,124	,550	,290	,239
	N	3	3	3	3	3
CAMBIO	Pearson Correlation	,981	1	,490	,796	,842
	Sig. (2-tailed)	,124	,	,674	,414	,363
	N	3	3	3	3	3
EVA	Pearson Correlation	,650	,490	1	,918	,883
	Sig. (2-tailed)	,550	,674	,	,260	,311
	N	3	3	3	3	3
KI	Pearson Correlation	,898	,796	,918	1	,997
	Sig. (2-tailed)	,290	,414	,260	,	,051
	N	3	3	3	3	3
WACC	Pearson Correlation	,931	,842	,883	,997	1
	Sig. (2-tailed)	,239	,363	,311	,051	,
	N	3	3	3	3	3

Fonte: Elaborado pelos autores

6. Conclusão

Observa-se que a empresa destruiu valor no decorrer dos anos. Da análise das correlações feitas entre o variável câmbio, Selic, EVA, custo da dívida e custo de capital, nenhuma das correlações foi considerada significativa ao nível de significância de 5%, ou seja, embora a empresa tenha destruído valor, as variáveis macroeconômicas Selic e câmbio, não impactaram nestes valores. Todavia, é sabido que a taxa de câmbio é um fator relevante para a indústria do calçado.

Deve-se ressaltar aqui, que a baixa quantidade de dados informados (apenas 3 anos) pode ter influenciado na correlação. Uma limitação desta pesquisa está no fato de ter sido considerado o custo do capital próprio igual para todos os anos.

Tendo como foco a gestão baseada no valor, o trabalho evidenciou a importância desse modelo de gestão e apresentou teorias que discutissem as finanças corporativas e as medidas financeiras de agregação de valor. Dentro desse contexto teórico o trabalho contribui para a formulação de um modelo de avaliação de empresas de capital fechado e sem comparáveis com empresas de capital aberto, e em um setor com pouca representação no mercado acionário, que é o setor calçadista.

Outrossim, pôde-se atentar para as dificuldades em se levantar informações e medidas financeiras fidedignas que o modelo de avaliação de empresas utiliza em sua metodologia. E por último como resultado de todo esse esforço em se conseguir fazer os ajustes necessários, empregamos o método formulado em um estudo de caso, onde selecionamos uma empresa do setor calçadista de capital fechado por um período estudado de três anos (2001, 2002 e 2003), sendo possível comprovar e responder a todos os questionamentos levantados.

Com o resultado do estudo de caso podemos perceber efetivamente a importância da Gestão Baseada no Valor para setor calçadista, haja vista que a empresa estudada apresenta resultados instáveis ao longo do período analisado e, por apresentar EVA negativo ao longo do período, evidencia destruição de valor na gestão da empresa.

Tendo em vista a teoria apresentada e a análise dos resultados, fica evidente a contribuição que o presente trabalho trouxe para a avaliação de empresas do setor calçadista de capital fechado e a apresentação de um modelo simplificado de gestão para empresários do setor calçadista, onde passa a direcionar seu método de administrar baseando-se na gestão baseada no valor e não em uma gestão baseada no lucro.

Bibliografia

ASSAF NETO, A. *Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática*. 2003. Tese (Livre-docência de Contabilidade) –Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2003.

_____. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

BASSO, J. L. *Engenharia de análise do valor – EAV: mais as abordagens da administração, contabilidade e gerenciamento do valor: um guia prático para aplicação: interfaces de EAV x TQM x JIT e outros programas*. São Paulo: Instituto de Movimentação e Armazenagem de Materiais, 1991. (Série qualidade e produtividade de IMAM).

BENETTI, C. *Moneda y teoría del valor*. México: Universidad Autónoma Metropolitana: Fondo de Cultura Económica/Economía Contemporánea, 1990.

BERNSTEIN, P. L. *Administração de investimentos*. Tradução de Cyro C. Patarra e José Carlos Barbosa dos Santos. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. *Fundamentos de investimentos*. Tradução de Robert Brian Taylor. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BRAGA, R.; MARQUES, J. A. V. da C. *Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da Companhia Paranaense de energia – COPEL*, Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 7, n.4, out/dez, 2000.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J.; McKinsey & Company, Inc. *Avaliação de empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. Tradução de Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CSILLAG, J. M. *Análise do valor: metodologia do valor: engenharia do valor, gerenciamento do valor, redução de custos, racionalização administrativa*. São Paulo: Atlas, 1985.

DAMODARAN, A. *Investment valuation*, 1996.

EHRBAR, Al. *EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza*. Tradução de Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FALCINI, P. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxos de caixa*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

FÉRNANDEZ, P. *A Definition of shareholder value creation*. Madri: IESE Business School, 2001.

HICKS, J. R. *Valor y capital*. Bogotá: Fondo de Cultura Económica, 1976.

LUCA, M. M. M. *Demonstração do valor adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB*. São Paulo: Atlas, 1998.

NEIVA, R. A. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

OLIVA, F. de A. C. *A medida do lucro da empresa*. São Paulo: Pioneira, 1973.

RAPPAPORT, A. *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores*. Tradução de Alexandre L. G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

SAURIN, Valter; MUSSI, Clarissa Carneiro; CORDIOLI, Luis Alberto. *Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA*. Caderno de Pesquisa em Administração, São Paulo, v.1, n. 11, 1º Trim., 2000

STEWART, G. B. *The quest for value*. New York: Harper Business, 1996.

TOMAZONI, T.; MENEZES, E. A. *Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto)*, Revista de Administração, São Paulo, v. 37, n.4, p. 38-48, out/dez., 2002.

_____. *Estimativa do valor econômico de empresas brasileiras de capital fechado (sem valor comparáveis de capital aberto) utilizando-se o método do fluxo de caixa descontado*. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 11, n. 1, p. 23-35, jan/març, 2004.

TOSI, P. G. *Capitais no interior*. Campinas, IE/UNICAMP. Tese (Doutorado), 1999.