

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DANIEL FERNANDO CYPAS

**“Empresa de Capital Aberto x Empresa de Capital Fechado,
Quem Cria Mais Valor?”**

RELATÓRIO FINAL

SÃO PAULO
SETEMBRO / 2008

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DANIEL FERNANDO CYPAS

**“Empresa de Capital Aberto x Empresa de Capital Fechado,
Quem Cria Mais Valor?”**

Trabalho apresentado à Escola de
Administração de Empresas de São
Paulo da Fundação Getulio Vargas
como requisito à conclusão do Programa
Institucional de Bolsas de Iniciação
Científica – PIBIC

Campo de Conhecimento: Administração
de Empresas / Finanças

Orientador: Prof. Arthur Ridolfo Neto

SÃO PAULO
SETEMBRO / 2008

Resumo

A empresa, na sociedade capitalista, tem como princípio básico gerar riqueza a seu(s) proprietário(s), naturalmente, respeitando certos limites morais e legais.

Tendo isto em mente, este trabalho buscará medir a geração de valor de empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado, comparando-as e verificando qual delas está sendo mais eficiente em seu propósito básico: a criação de valor.

Palavras-chave:

Lucro Econômico e Valor Econômico Adicionado

Abstract

The company, in the capitalism society, has the basic principle generate wealth to its owner(s), naturally, respecting moral and legal limits.

With this in mind, this work fetch measure the generation of value for Brazilian companies to open capital and closed capital, comparing them and see which one is more efficient in its basic purpose: the creation of value.

Key words:

Economic Profit and Economic Value Added

Índice

1. Introdução.....	5
2. Objetivos do Trabalho	6
3. Estrutura do Trabalho.....	6
4. Porque Criar Valor	7
5. Empresa de Capital Aberto X Empresa de Capital Fechado	8
6. O Modelo de Mensuração.....	11
6.1. O Retorno sobre o Capital Empregado (ROIC)	12
6.2. O Custo do Capital Empregado (WACC).....	13
6.2.1. Um Substituto Para o Custo do Capital (DI-Cetip)	14
6.3. O Capital Operacional	15
6.4. Porque Não Utilizar somente o EBITDA.....	15
7. Metodologia	17
8. Análises	17
8.1. Perfil das Empresas	17
8.2. Análise do Resultado Operacional Líquido.....	21
8.3. Análise por Estrutura Societária	24
8.4. Análise por Setor de Atuação	27
9. Conclusões.....	31
10. Bibliografia.....	35
ANEXO I – Evolução da DI-Cetip.....	36

1. Introdução

Recentemente a Serasa, *uma das maiores empresas do mundo em análises e informações para decisões de crédito e apoio a negócios*¹, através de acordo, cedeu parte de seu grande banco de dados ao Centro de Estudos em Finanças (GVCef) da EAESP - FGV para fins acadêmicos.

Com a intenção de fazer bom uso destes dados, bem como a oportunidade ímpar de se ter acesso a dados de diversas empresas de capital fechado, surgiu a idéia de comparar as empresas de capital aberto com as empresas de capital fechado verificando qual delas está sendo mais eficiente em seu propósito básico, a geração de valor. Daí vem a idéia central deste trabalho: será que as empresas de capital aberto, que estão constantemente submetidas aos olhos dos investidores, da sociedade, dos legisladores, aos diversos graus de Governança Corporativa, etc, são mais profissionais? Elas, de fato, estão conseguindo gerar mais valor do que as empresas de capital fechado?

Com este banco de dados, através de uma série de ferramentas de mensuração confiáveis e largamente utilizadas pelo mercado, buscaremos medir e comparar a geração de lucro econômico das empresas nos diversos setores da economia.

Trabalharemos com a análise do desempenho histórico. Entendemos que “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; MURRIN, 2002, p. 160).

Buscaremos responder, além do questionamento posto acima, as seguintes questões: As empresas brasileiras, de fato, geram valor aos seus acionistas? Quais são os setores que geram mais valor? Quais setores geram menos valor?

Esperamos, ao final deste material, satisfazer aos desejos e curiosidades de todos os interessados no assunto.

¹ <http://www.serasa.com.br/empresa/serasa/index.htm#>, em 02/01/2008, às 12hs.

2. Objetivos do Trabalho

Este trabalho tem como objetivo mensurar a geração de valor de empresas brasileiras, tanto de capital aberto como de capital fechado, comparando-as e verificando qual delas está sendo mais eficiente em seu propósito básico: a criação de valor.

Dada a diferença de legislação em que estas estão submetidas, bem como suas peculiaridades, testaremos a hipótese já arraigada socialmente de que as empresas de capital aberto são mais eficientes na geração de valor.

O trabalho mostrará uma análise segmentada por setor de atuação na economia, evidenciando suas diferenças e dinâmicas. Desta forma, espera-se responder a questões do tipo: quais setores geram mais valor e quais geram menos valor.

Com isto, busca-se formar, reformar ou confirmar a opinião dos investidores e administradores de empresa sobre o desempenho das empresas no contexto atual.

Para uns, a conclusão daqui retirada, servirá apenas como mera curiosidade. Para outros, indicará mais um fator a ser ponderado no momento de tomar a decisão de investir ou não, ou ainda no momento de abrir o capital ou não.

3. Estrutura do Trabalho

Tendo como foco a comparação de valor gerado entre empresas com estrutura de capitais diferentes, iniciaremos nossos trabalhos, primeiramente explicando, o porquê que uma empresa deve gerar valor ao investidor, ou porquê, como via de regra, ela deve gerar retorno superior ao seu custo de capital. Trabalharemos, portanto, não com o conceito de lucro contábil, mas sim com lucro econômico, que leva em conta todo o custo do capital empregado.

Posteriormente, de forma sucinta, estabeleceremos um comparativo entre empresas de capital aberto e empresas de capital fechado. Tentaremos, dessa forma, esclarecer o que é uma empresa de capital aberto e o que é uma empresa de capital fechado; o que muda de uma para outra. Este comparativo passará por alguns aspectos legais, por divulgação de informações e, principalmente, por aspectos da cultura organizacional.

Em seguida, exporemos o modelo de mensuração de valor que faremos uso. Trata-se de um modelo de apuração de lucro econômico, que surgiu em 1991 pela consultoria Stern, Stewart & Company, denominado Valor Econômico Adicionado, ou simplesmente *EVA®*.

Em seguida, naturalmente, iniciaremos as análises, que passarão por quatro partes: análise do perfil das empresas que estamos trabalhando; análise do resultado operacional líquido (NOPAT); análise segmentada por estrutura societária; e, por fim, análise segmentada por setor de atuação.

Por último retomaremos os principais “insights” das análises, evidenciando-os na conclusão. Desta forma, então, esperamos ter atendido claramente aos propósitos deste trabalho.

4. Porque Criar Valor

A empresa, na sociedade capitalista, tem como princípio básico gerar riqueza a seu(s) proprietário(s), naturalmente, respeitando certos limites morais e legais. Para isso, os administradores, como via de regra, devem gerar um retorno superior ao seu custo de capital. A lógica por trás deste raciocínio é a seguinte: o resultado das operações da empresa num determinado período será positivo se o lucro alcançado for, no mínimo, suficiente para cobrir todas as obrigações financeiras com terceiros (tais como fornecedores de matéria-prima, bancos, etc) e com os proprietários da empresa, fornecedores do capital próprio. Esta última obrigação também é chamada de custo de oportunidade do capital próprio.

Neste contexto, os limites morais – “normas intimamente aceitas e reconhecidas socialmente como obrigatórias, julgadas mais apropriadas ou mais dignas de serem cumpridas” (VÁZQUEZ, 2003, p. 16) - e os limites legais balizam as decisões empresariais. Apenas para citar como exemplo, atualmente, um dos limites mais evidente é o impacto ambiental.

O desrespeito a estes limites pode culminar em desaprovação social, perda de mercado, queda nas vendas, prejuízos diversos, multas, limitação ou proibição das atividades empresariais, prisões, etc.

A partir da década de 1980, a globalização, a quebra de barreiras sobre a movimentação de capitais, os avanços tecnológicos, os avanços na regulamentação de proteção ao investidor, dentre outros fatores, permitiram às empresas procurar o capital mais barato à disposição no mercado mundial, potencializando sua capacidade de gerar riqueza. Ao mesmo tempo, permitiu-se aos proprietários deste capital alocá-lo no lugar que se obtenha maior retorno. Conforme David Young e Stephen O'Byrne, no livro *EVA e Gestão Baseada em Valor*, o capital atingiu um grau de mobilidade que não encontra precedente na história, indo sempre aos lugares onde é mais valorizado.

Esta nova ordem econômica, onde os CEOs fazem com que suas empresas se tornem cada vez mais ativas nos mercados financeiros, através de fusões, aquisições, reestruturações, etc, criou uma cultura de constante monitoramento das atividades empresariais, tornando o ambiente dos negócios mais transparente, sólido e confiável permitindo a imersão de diversos públicos no mercado de capitais, tais como pessoas físicas, fundos mútuos, etc. Note que cada vez mais as finanças corporativas não são mais domínio exclusivo dos financistas.

Esta conjuntura é muito interessante para o investidor, pois se tornou mais fácil acompanhar e exigir maior performance de seus administradores – que passou a ser, em grande parte, remunerado pela sua capacidade de gerar valor – bem como para os stakeholders que, através da governança corporativa, dentre outros mecanismos, tendem a ter seus interesses preservados.

Por fim, os fatos sugerem que administradores que se concentram na construção de valor para o acionista criam empresas mais saudáveis. Estas, por sua vez, levam a economias mais sólidas, padrões de vida mais elevados e maiores oportunidades de carreira e de negócios para os indivíduos.

5. Empresa de Capital Aberto X Empresa de Capital Fechado

Basicamente, uma empresa de capital aberto é uma empresa cujo capital é formado por ações que são livremente vendidas ao público sem necessidade de escrituração pública de sua propriedade. Ou seja, praticamente qualquer indivíduo pode ser dono integral ou de uma fração da empresa. Já no caso da empresa de capital fechado, o acesso de terceiros ao capital é restrito.

A lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como a lei das S/A nos dá grande subsídio jurídico para distinguir o que é uma empresa de capital aberto e o que é uma empresa de capital fechado:

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

(...)

Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Ou seja, a diferença entre empresa aberta e fechada está associada à fragmentação do capital em ações e à negociação destes títulos mobiliários no mercado. Esta negociação, por sua vez, é regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Outra grande diferença está na divulgação de dados contábeis. Atualmente, para as empresas de capital aberto, é fácil encontramos em jornais de grande circulação e afins as demonstrações listadas abaixo.

Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a Diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

I - balanço patrimonial;

II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;

III - demonstração do resultado do exercício;

IV - demonstração das origens e aplicações de recursos.

§ 1º As demonstrações de cada exercício serão publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior.

Já para as empresas de capital fechado, não. Isso porque a legislação sobre as regras contábeis deixou uma grande polêmica. Conforme o artigo "Bancas divergem sobre lei contábil", veiculado no jornal Valor Econômico de 11/01/2008, apesar de

haver especialistas dizendo que a publicação das demonstrações são obrigatórias para todos os tipos de companhias, “a maioria dos escritórios de advocacia entende que não existe obrigatoriedade de divulgação de resultados por parte das companhias de grande porte de capital fechado e limitado.”

Como a polêmica não foi resolvida, somada ao fato de não haver sanções para a não-publicação de balanços, o mais comum é não encontrar demonstrações contábeis de empresas de capital fechado.

Além da diferenciação pelos aspectos legais, há também – e talvez o mais importante – a diferenciação pelos aspectos organizacionais.

Uma empresa de capital aberto, mais do que qualquer outra, precisa ter uma cultura voltada para o longo-prazo. A capacidade de “trazer” o futuro para o presente é uma das principais formas de avaliação do mercado. Esta empresa também precisa ter bom relacionamento com os investidores, pois são eles que estão colocando capital no negócio e, por isso, exigem saber a que está sendo feito. Portanto, é fundamental que haja um trato excepcional na avaliação e divulgação de informações - informação incorreta ou imprecisa pode gerar grande impacto no valor da empresa. Ter bons indicadores de governança, bem como grande profissionalismo nas relações com as agências reguladoras é vital para a geração de valor de forma sustentável.

Estes fatores podem afetar fortemente o valor da empresa. Como o gestor está constantemente sendo avaliado pelo seu potencial de geração de valor, eventual falha pode ser trágico à empresa e ao gestor.

Já no caso das empresas de capital fechado, que não ficam constantemente sob o radar do mercado de capitais, eventuais desvios podem ser mais facilmente corrigidos, muitas vezes sem grandes impactos.

Em suma, nota-se que a estrutura, o comportamento e a cultura organizacional podem mudar de maneira significativa entre empresas de capital aberto e empresas de capital fechado.

6. O Modelo de Mensuração

Para avaliar o resultado de uma empresa num determinado período, a forma mais simples e imediata seria comparar as receitas geradas naquele período com as despesas. A diferença entre elas nos dá o chamado lucro contábil.

$$\begin{aligned}
 & \text{Receita de Vendas Bruta} \\
 & (-) \text{Devoluções e Abatimentos} \\
 & (-) \text{Impostos Faturados} \\
 & \text{Receita de Vendas Líquida} \\
 & (-) \text{Custo da Mercadoria Vendida} \\
 & \text{Lucro Bruto} \\
 & (-) \text{Despesas Operacionais} \\
 & \text{Lucro Operacional} \\
 & (+) \text{Receitas Não Operacionais} \\
 & (-) \text{Despesas Não Operacionais} \\
 & \text{Lucro Antes do Imposto de Renda} \\
 & \underline{(-) \text{Provisão para o Imposto de Renda}} \\
 & = \text{Lucro Líquido ou Lucro Contábil}
 \end{aligned}$$

Este conceito, apesar de facilmente apurável, tem alguns problemas. O resultado final pode apresentar razoável imprecisão devido à liberdade de escolha permitida por lei quanto ao trato de algumas contas contábeis, tais como Depreciação, Provisão para Devedores Duvidosos, etc. Além disso, os lançamentos seguem a regra do regime de competência, fato que distorce o lucro apurado do lucro realizado.

Grosso modo, “o lucro contábil pode ser manipulado pela administração da empresa” (PETERSON; PETERSON, 2000, p.16). Além disso – e certamente o mais importante - o lucro contábil não leva em conta o custo total do capital empregado. Considera somente o custo de capital de terceiros.

Para efeito de comparação entre empresas de diversos setores e para tentar suavizar as possíveis distorções do lucro contábil, usaremos, neste trabalho, o conceito de lucro econômico. Trata-se de uma mensuração similar à mensuração contábil, mas com uma importante diferença: o lucro econômico considera o custo de *todo* o capital.

O conceito de lucro econômico data, pelo menos, de 1890, quando o economista Alfred Marshall publicou o livro *Principles of Economics* (New York; MacMillan, 1890). “Marshall disse que o valor criado por uma empresa durante qualquer período de tempo (lucro econômico) deve levar em consideração não somente as despesas lançadas em seus registros contábeis, mas, também, o custo de oportunidade do capital utilizado na empresa.” (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002, p.148).

Uma forma de se apurar o lucro econômico gerado surgiu em 1991 pela consultoria Stern, Stewart & Company. Chama-se Valor Econômico Adicionado, ou simplesmente EVA®. Trata-se de uma medida de desempenho que se baseia não na noção de lucro contábil, mas sim na de lucro econômico. Ele considera que a riqueza é criada apenas quando a empresa cobre todos os seus custos operacionais, inclusive o custo do capital.

Para se ter idéia de sua funcionalidade, esta ferramenta vem sendo amplamente utilizada por empresas de grande porte no mundo todo e fortemente difundida nas escolas de negócios.

Sua fórmula de cálculo pode ser resumida da seguinte forma:

$$\text{ValorEconômicoAdicionado} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{CapitalOperacional}$$

Ou seja, o valor econômico adicionado é igual ao spread entre o retorno operacional sobre o capital investido e o custo de oportunidade do capital vezes o capital investido.

Explicaremos a seguir cada um dos fatores que compõem a fórmula.

6.1. O Retorno sobre o Capital Empregado (ROIC)

O ROIC (Return on Investment Capital) é o retorno, em termos percentuais, sobre o capital empregado. Sucintamente, a fórmula do ROIC é:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{LucroOperacionalLiquidoApósIR}}{\text{CapitalOperacional}}$$

Para este trabalho, os fatores que compõem o ROIC serão apurados da seguinte forma: o Lucro Operacional Após o Imposto de Renda, também chamado de NOPAT (Net Operacional Profit After Tax), que é o numerador da fração, vem de uma conta simples retirada das Demonstrações de Resultado:

<i>Receita de Vendas</i>
<i>(-) Custo do produto vendido</i>
<i>(-) Despesas gerais, administrativas e de vendas</i>
<i>(-) Depreciação</i>
<i>= Resultado operacional antes de juros, impostos e amortização</i>
<i>(-) Provisão para imposto de renda</i>
<i>= Lucro Operacional Líquido Após Imposto de Renda (NOPAT)</i>

A apuração do Capital Operacional Investido, denominador da fração, será detalhada a seguir, no item 6.3.

Observe que este indicador (ROIC) nos dá um valor que representa a competência da empresa em gerar retornos operacionais. A diferença entre ele e o custo de oportunidade do capital empregado nos dá o spread gerador (ou destruidor) de valor ao acionista.

6.2. O Custo do Capital Empregado (WACC)

O WACC (Weighted Average Cost of Capital) é o custo médio ponderado do capital. “O custo do capital de qualquer investimento, seja em um projeto, em uma nova divisão ou em uma empresa como um todo, é a taxa de retorno que o provedor de capital esperaria receber se o seu dinheiro fosse investido em um outro projeto, ativo ou empresa de risco semelhante. Em outras palavras, o custo do capital é um custo de oportunidade.” (YOUNG; O’BYRNE, 2003, p. 147).

Sua fórmula de cálculo é a seguinte:

$$WACC = \left(\frac{\text{Dívida Com Credores}}{\text{Financiamento Total}} \right) \times (\text{Custo Da Dívida Junto a Credores}) \times (1 - T) + \left(\frac{\text{Recurso Dos Acionistas}}{\text{Financiamento Total}} \right) \times (\text{Custo Do Capital Dos Acionistas})$$

Onde T equivale à alíquota de imposto de renda aplicado à empresa.

Se nossa intenção fosse saber quanto custaria a uma empresa levantar capital hoje junto ao mercado, as ponderações para as dívidas junto a credores e para o capital próprio deveriam ser baseadas em valor de mercado.

O custo do capital de credores tem, por lei, dedução fiscal, por isso este fator é multiplicado por 1 menos a alíquota do imposto de renda.

Especificamente no Brasil, para uma apuração precisa do custo médio ponderado do capital, deve-se levar também em conta o pagamento de juros sobre o capital próprio. Isto nada mais é do que uma forma de pagamento de dividendos criado pelo Estado brasileiro.

Dessa forma, deve-se adicionar à fórmula acima a proporção dos dispêndios com esta finalidade, multiplicada pela TJLP. Como os juros pagos são dedutíveis do IR, multiplica-se também por um menos a taxa de IR.

6.2.1. Um Substituto Para o Custo do Capital (DI-Cetip)

Para manter o sigilo dos dados, todas as empresas listadas na Serasa tiveram suas identificações apagadas e substituídas por códigos. Isso, infelizmente, criou um empecilho para o desenvolvimento deste trabalho. Após a eliminação da identificação das empresas, tornou-se impossível levantar, com precisão, informações sobre o custo da dívida junto a terceiros e o custo de oportunidade para o acionista. Dessa forma não foi possível apurar o custo médio ponderado do capital individualmente.

Uma saída que encontramos foi substituir o custo do capital pela taxa DI-Cetip que, grosso modo, serve como parâmetro das taxas referentes às operações de empréstimos.

A taxa DI-Cetip² é calculada e divulgada pela Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip). Ela é apurada com base nas operações de emissão de Depósitos Interfinanceiros pré-fixados, pactuadas por um dia útil e registradas e liquidadas pelo sistema CETIP, conforme determinação do Banco Central do Brasil³.

Ela quantifica o custo do dinheiro para os bancos e, por isso, é considerada como taxa básica mínima de retorno exigida em operações de curto prazo e risco desprezível.

Claro que esta substituição não é o melhor dos mundos, pois estamos desconsiderando a maturidade do investimento, bem como o risco assumido pelo

² Colocamos, como anexo, gráfico com a evolução da taxa DI-Cetip entre 1996 e 2006.

³ Fonte: http://www.cetip.com.br/series_v04a/di_documentos/metodologia1_i1.htm, em 29.03.2008, às 14hs

investidor, mas, como a DI-Cetip é um referencial para as taxas de juros bancárias, resolvemos adotá-la em substituição do WACC.

Deve-se levar em consideração também que sendo a DI-Cetip o custo do capital para os bancos, o custo do capital para as instituições não bancárias será, no mínimo, igual. Se fossemos estabelecer o custo de capital de uma empresa qualquer, este valor, provavelmente, teria como piso algo próximo à DI-Cetip.

6.3. O Capital Operacional

“O capital operacional investido representa o valor investido nas operações da empresa. É a soma do capital de giro operacional, das instalações, planta e equipamento líquidos e dos outros ativos líquidos (líquidos de passivo não-corrente e livre de juros).” (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002, p.163).

Utilizaremos o seguinte modelo⁴, já reorganizando os dados contábeis:

Ativo Operacional Corrente

(-) Passivo Corrente Livre de Juros

= Capital de Giro Operacional

(+) Ativo Imobilizado Líquido

= Capital Operacional Investido

6.4. Porque Não Utilizar somente o EBITDA

O *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)* ou “Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização” (LAJIDA) transformou-se numa das principais métricas usadas para avaliar performance de empresas partindo do preceito de que o *EBITDA* serve como um indicador de geração de caixa. Trata-se de um indicador de fácil apuração e útil em casos específicos, porém fortemente sujeito a vieses.

Se, por exemplo, analisarmos exclusivamente o fator “Depreciação” em cada setor, encontraremos regras e políticas contábeis distintas entre si. Ou seja, não podemos comparar diretamente uma empresa de alta tecnologia, onde os ativos se tornam

⁴ Modelo descrito no livro *Avaliação de Empresas - Valuation*, 3ª edição (ver bibliografia)

obsoletos em um curtíssimo espaço de tempo, com uma empresa siderúrgica, onde os ativos apresentam longa vida útil.

Em termos de necessidade de geração de caixa, o primeiro tipo de empresa requer constantes investimentos para se manter competitivo, já o segundo, em condições normais, precisa de menor volume (gastos apenas com manutenção), porém, ao decidir por reinvestir em ativos (expansão, modernização, etc), o fazem necessariamente de forma vultosa exigindo, então, altíssimas quantidades de recurso.

Note que o *EBITDA* não considera o montante de reinvestimento requerido para manutenção e atualização dos ativos fixos, fato que se torna especialmente grave no caso das empresas com ativos de vida útil curta.

A distorção seria reduzida se a depreciação contabilizada fosse suficiente para cobrir os investimentos em capital fixo, mas ainda assim haveria erro.

Outro fator negativo é que certas políticas de reconhecimento de receitas têm pouca correlação com entradas de caixa (por exemplo, empresas que fazem apropriação pelo critério de porcentagem concluída da obra ou serviço). Isto leva a um distanciamento considerável entre *EBITDA* e fluxo de caixa.

O *Moody's Investors Services* fez um estudo sobre a validade do *EBITDA* e, em 2000, publicou os resultados no trabalho *Putting EBITDA in Perspective – Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow*. Nele encontram-se dez fatores altamente relevantes para se evitar usar o *EBITDA* de forma indiscriminada⁵.

Portanto, devido a diversos fatores, como, por exemplo, os expostos acima, o *EBITDA*, isoladamente, não pode ser tratado como uma ferramenta avaliadora de performance, muito menos um medidor de geração de caixa.

Ele não deve ser usado individualmente, mas sim como ferramenta acessória e, preferencialmente, como indicador para comparação dentro de um mesmo setor.

⁵ Os argumentos aqui utilizados *EBITDA* estão contidos no trabalho do *Moody's Investors Service*.

7. Metodologia

Os dados contábeis, que servirão como matéria-prima para este trabalho, serão basicamente aqueles constantes no banco de dados da Serasa fornecidos ao Centro de Estudos em Finanças (GVCef) da EAESP-FGV exclusivamente para fins acadêmicos.

Através deste conteúdo, serão levantados indicadores de desempenho da empresa individualmente e do setor de forma que, ao final, possamos responder adequadamente as questões-chave deste trabalho.

8. Análises

Inicialmente, faremos uma exposição do perfil das empresas que compõe nossa amostra. Na seqüência, mostraremos o resultado operacional líquido consolidado, ano a ano. A intenção é mostrar, sucintamente, como vem se comportando o lucro operacional líquido após o IR (NOPAT) das empresas analisadas.

Por fim, faremos uma exposição focando o valor gerado médio – ou lucro econômico, segmentando a análise por estrutura de capital (aberto ou fechado) e, posteriormente, por setor de atuação (comércio, indústria, primário e serviços).

Cabe ressaltar que o propósito principal deste trabalho é identificar qual tipo de empresa gera mais valor ao acionista: a empresa de capital aberto ou a empresa de capital fechado? Aqui iniciaremos as buscas pela resposta.

8.1. Perfil das Empresas

Trabalhamos apenas com as empresas constantes no banco de dados da Serasa entre 1996 e 2006. Trata-se de um banco de dados riquíssimo, que chegou a ter simultaneamente dados de quase 10 mil empresas brasileiras.

Como pode ser observado no gráfico abaixo, após crescimento em termos absolutos do número de empresas entre 1996 e 2005, o mesmo não se repetiu no ano seguinte. Note que há uma brutal queda de 2005 para 2006. Como poderá ser visto mais adiante, isto se deve à redução do número de empresas de capital fechado.

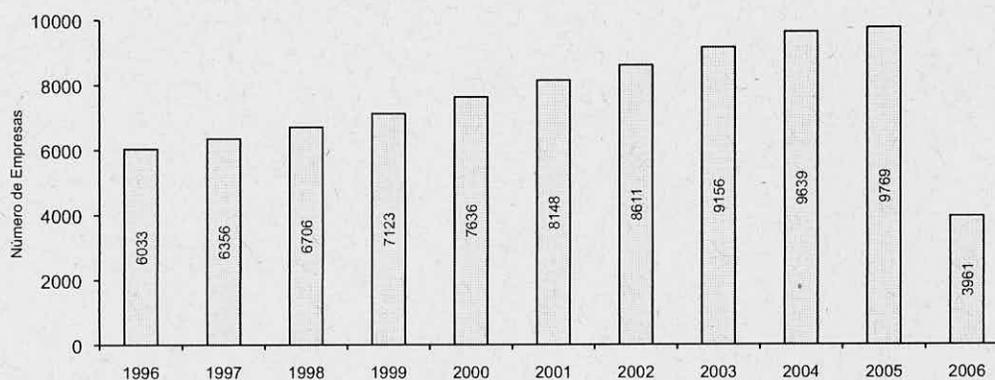


Gráfico 1 - TOTAL DE EMPRESAS DA AMOSTRA

Fonte: Elaboração Própria

Em termos de estrutura de capital, nosso universo está dividido da seguinte forma: entre 1996 e 2005, cerca de 97% das empresas listadas tinham capital fechado. Em 2006, este número caiu para 94%. Porém, isto não significa que houve uma corrida à abertura de capital favorecida pela conjuntura econômica, mas sim que houve uma redução mais que proporcional do número de empresas de capital fechado.

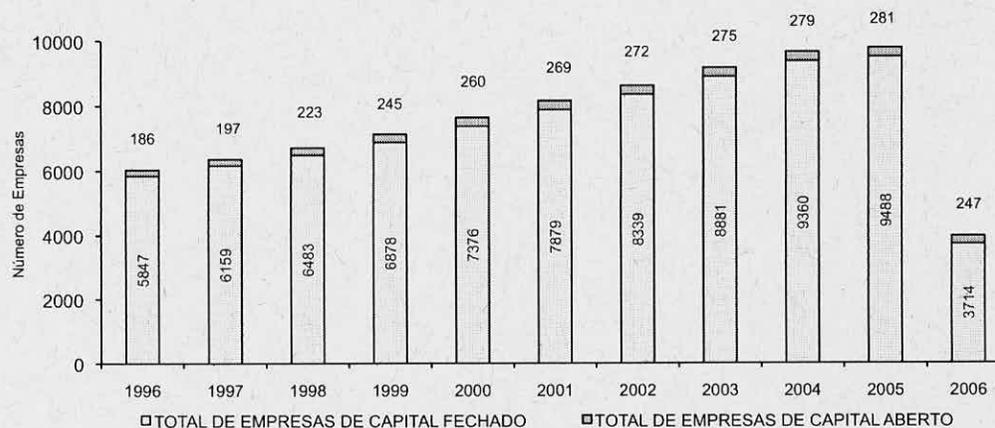


Gráfico 2 - TOTAL DE EMPRESAS DA AMOSTRA SEGMENTADA POR ESTRUTURA SOCIETARIA

Fonte: Elaboração Própria

Não estamos afirmando que aconteceu uma intensa onda de falência de empresas de capital fechado entre 2005 e 2006 no Brasil, mas sim que os números da Serasa mudaram drasticamente.

Apesar disso, achamos que o número de empresas que mantêm o capital fechado ainda é muito elevado para o tipo e a importância da economia brasileira no contexto mundial. Espera-se que, ao longo do tempo, esta situação mude.

Na Serasa, estas empresas estão separadas em cinco setores da economia: comercial, industrial, primário, serviços e terceiro setor.

Como as empresas registradas como terceiro setor estão em número bem reduzido, tem perfil e finalidade distintos das demais, optamos por excluir este grupo do centro de nossas análises.

Graficamente, por setor de atuação, temos:

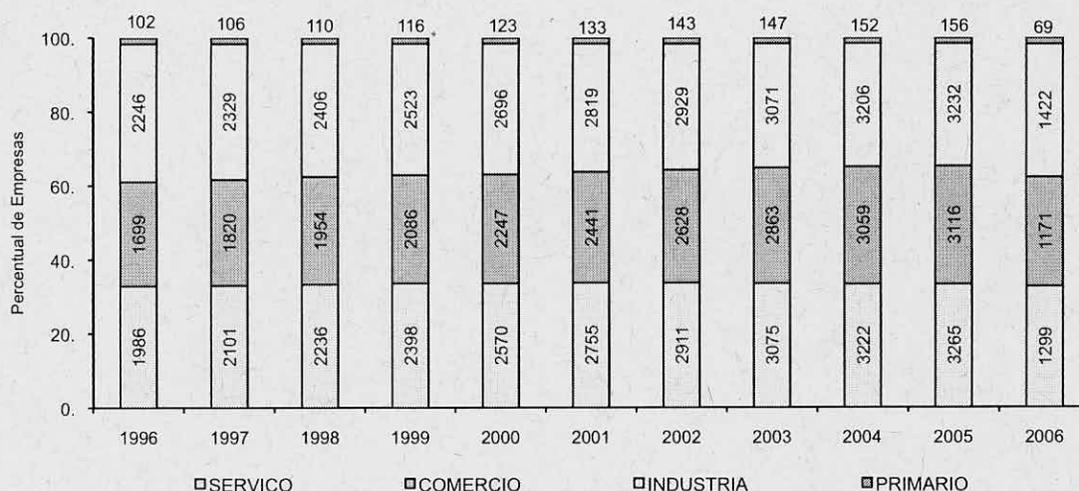


Gráfico 3 - TOTAL DE EMPRESAS DA AMOSTRA SEGMENTADA POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

De forma geral, nota-se um certo equilíbrio entre o número de empresas atuantes no setor industrial, de serviços e comercial. Já de forma bastante reduzida, vem o número de empresas do setor primário, representando menos que 2% do total.

A explicação para isso certamente passa pela questão de que grande parte da produção agrícola no Brasil ainda é feita por meio da agricultura familiar⁶ e criar uma empresa simplesmente para escoar o excedente da produção familiar atualmente não faz sentido.

⁶ O Ministério do Desenvolvimento Agrário estima que cerca de 40% do valor bruto da produção agropecuária do país é de origem familiar.

Segmentando a amostra por estrutura societária e simultaneamente por setor de atuação, observamos claramente uma forte predominância de setor de serviços no grupo de empresas de capital aberto, partindo de 53% do total de empresas de capital aberto em 1996 e chegando a 68% em 2006. Este parece ser o setor mais bem adaptado ao mercado de capitais.

O setor industrial vem reduzindo sua participação relativa, partindo de 42% em 1996 para 28% em 2006. Já os setores de comércio e primário, somados, são praticamente nulos dentro deste grupo, nunca ultrapassando os 5%.

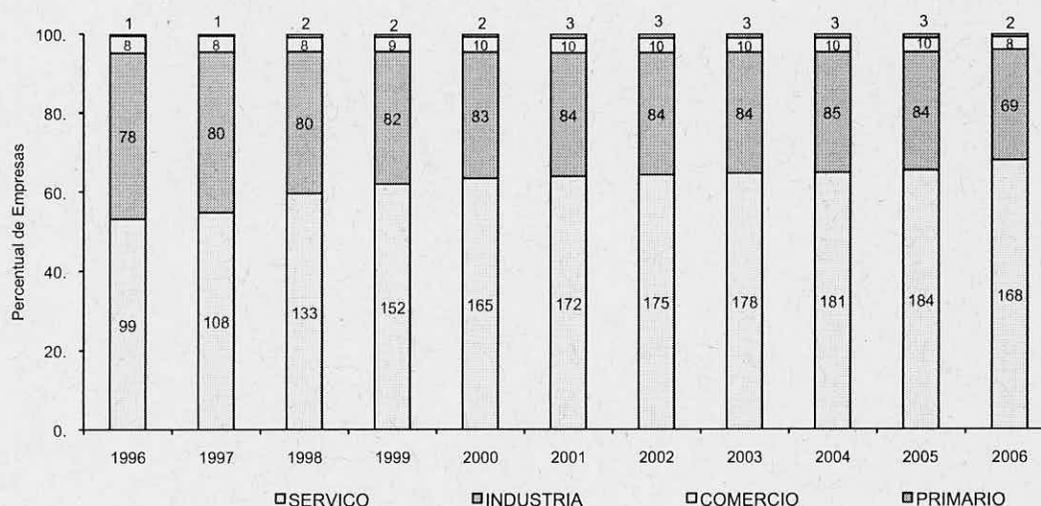


Gráfico 4 - EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO SEGMENTADA POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

Nas empresas de capital fechado não há predominância de algum setor. Há apenas uma pequena superioridade do setor industrial, imediatamente seguido pelos setores de serviços e comercial. Mais uma vez se observa o pouco destaque para o setor primário.

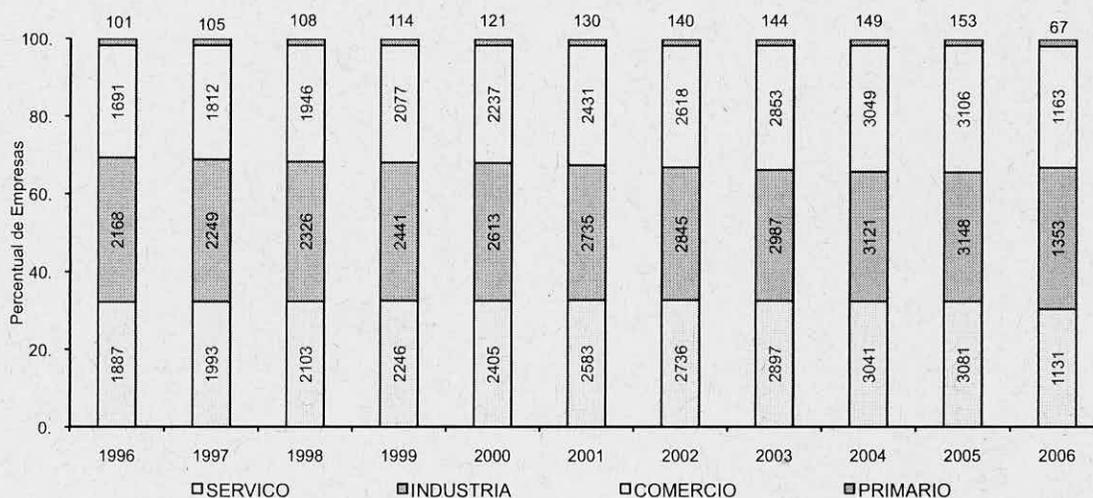


Gráfico 5 - EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO SEGMENTADA POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

8.2. Análise do Resultado Operacional Líquido

Como já dito, o lucro contábil é a forma mais simples e imediata de análise do desempenho de uma empresa. Devido à sua facilidade de mensuração e interpretação, certamente este indicador é largamente utilizado e está associado a muitas decisões dentro e fora da empresa. Devido à sua grande importância, dedicaremos este capítulo à sua análise.

Não olharemos para o lucro líquido propriamente dito, mas para o resultado operacional líquido (NOPAT), que nada mais é do que uma variável do lucro contábil.

Este indicador nos parece mais interessante do que o lucro líquido porque nos mostra como a empresa vem se comportando historicamente em sua atividade fim.

Tal valor foi apurado da seguinte forma, seguindo a nomenclatura da Serasa:

Resultado Operacional

(-) Provisão de IR

= Resultado Operacional após o IR (NOPAT)

Inicialmente exporemos os dados consolidados de todas as empresas listadas na Serasa para, posteriormente, segmentá-los.

O gráfico 6 (abaixo), nos mostra que nos últimos anos quase 80% das empresas listadas na Serasa conseguiram registrar contabilmente resultados operacionais positivos. Este dado é bem interessante pois pode ser que ele crie uma sensação de “dever cumprido” nos investidores e gestores de empresas.

Mais à frente analisaremos os resultados econômicos, ou seja, a geração de valor, e veremos que, infelizmente, as empresas não estão sendo tão eficientes em seu propósito básico.

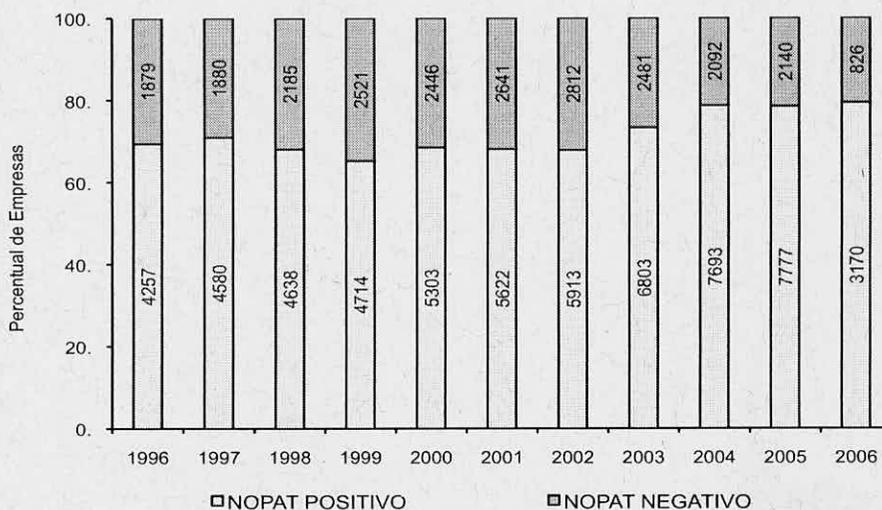


Gráfico 6 - RESULTADO OPERACIONAL - TOTAL DE EMPRESAS DA AMOSTRA

Fonte: Elaboração Própria

Segmentando a amostra por estrutura societária, notamos que as empresas de capital fechado estão conseguindo ser mais eficientes na obtenção de resultado operacional, porém são as empresas de capital aberto que vêm melhorando seus resultados mais intensamente.

Pelo gráfico 7 (abaixo), pode-se observar que 70% das empresas de capital fechado obtiveram retornos operacionais positivos no ano de 1996, enquanto as empresas de capital aberto só atingiram a marca de 59%. Já no ano de 2006 praticamente não há diferença, estando na casa dos 79% cada um.

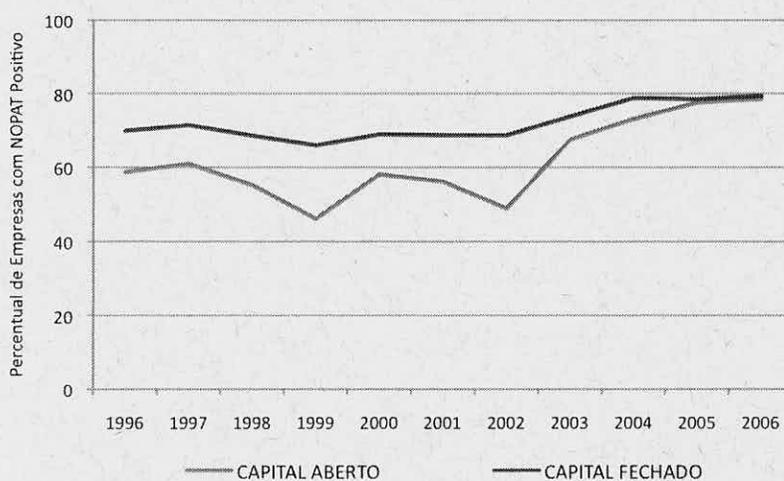


Gráfico 7 - PERCENTUAL DE EMPRESAS COM NOPAT POSITIVO - POR ESTRUTURA SOCIETARIA

Fonte: Elaboração Própria

Quanto ao setor de atuação, observamos que o comércio é o setor que mais consegue resultados operacionais positivos, terminando o ano de 2006 com cerca de 82% de empresas. Por outro lado, o setor primário é o que menos consegue resultados positivos. Note que este setor parte de 53% no ano de 1996 para 72% em 2006. Este também é o setor que apresenta maior volatilidade nos resultados.

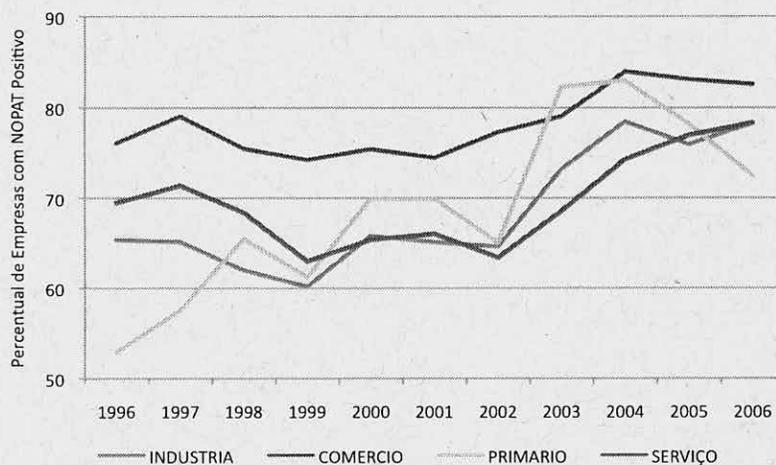


Gráfico 8 - PERCENTUAL DE EMPRESAS COM NOPAT POSITIVO - POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

O setor industrial e de serviços vem caminhando praticamente juntos, terminando o ano de 2006 com 78% das empresas com resultado operacional líquido positivo.

8.3. Análise por Estrutura Societária

Registramos anteriormente que cerca de 80% das empresas listadas na Serasa obtiveram resultado operacional positivo. Porém, até o momento nós não levamos em conta o custo de oportunidade / remuneração do capital.

Ter resultados operacionais positivos quer dizer que a empresa tem capacidade de remunerar o capital investido, mas só isso não basta. Tal remuneração deve ser compatível com o risco do negócio. Pense que, sem muito esforço e com risco praticamente desprezível, um investidor pode adquirir títulos da dívida pública brasileira e obter como taxa de retorno a SELIC⁷. Portanto, para o investidor colocar seu capital em uma empresa – que certamente terá risco superior ao do título da dívida brasileira – ele deve ser recompensado a uma taxa superior à SELIC.

Para esta análise, como já esclarecido anteriormente, consideraremos como taxa de remuneração do capital empregado a DI-Cetip.

Dessa forma, apurando o lucro econômico – ou valor econômico adicionado - observamos que atualmente menos de 40% das empresas analisada conseguem obter resultado positivo. Isto significa que mais da metade das empresas não conseguem ter retornos operacionais sobre o valor investido superiores à taxa DI.

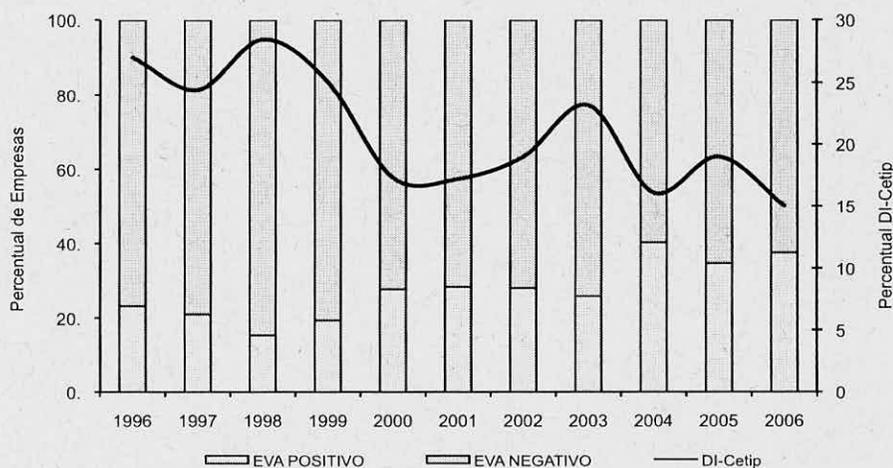


Gráfico 9 - GERAÇÃO DE VALOR - TOTAL DE EMPRESAS

Fonte: Elaboração Própria

⁷ A taxa SELIC é divulgada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) e tem vital importância na economia, pois as taxas de juros cobradas pelo mercado são balizadas pela mesma, em especial as dos títulos do governo federal de curto, médio, e longo prazo, emitidos pelo Tesouro Nacional.

Conclusão imediata: um investidor tem mais chance de ver seu capital sendo destruído do que valorizado.

Diferentemente do senso comum, o percentual de empresas de capital fechado com EVA® positivo, historicamente, é superior ao percentual de empresas de capital aberto. Isto significa que as empresas de capital fechado estão sendo mais eficientes em seu propósito básico: a geração de valor ao investidor. Apesar disso, a taxa de crescimento para as empresas de capital aberto é maior.

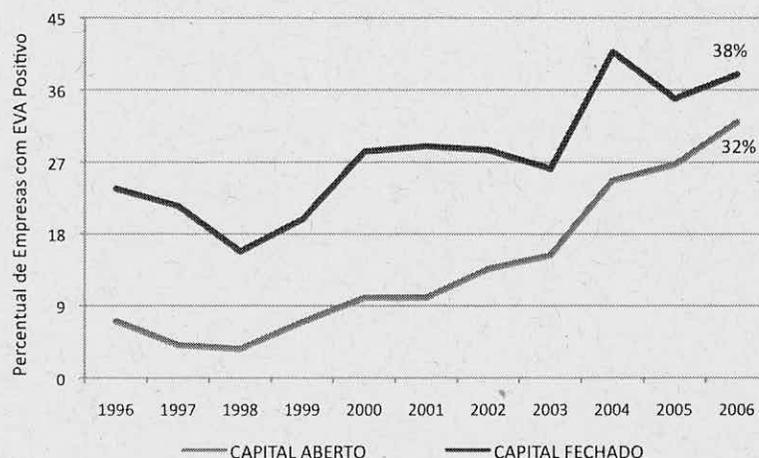


Gráfico 10 – GERAÇÃO DE VALOR POR ESTRUTURA SOCIETARIA

Fonte: Elaboração Própria

Em termos monetários⁸, ocorre algo muito interessante. A geração média de valor ao acionista para as empresas de capital aberto variou muito fortemente nos últimos anos, tendo como piso o ano de 1999, com EVA® médio de R\$ 341 milhões negativos, algo bem inferior às empresas de capital fechado. Já nos anos mais recentes a situação se inverteu, tornando-se bem superior às empresas de capital fechado, batendo os R\$ 96,6 milhões positivos em 2006.

As empresas de capital fechado apresentam maior estabilidade, com geração de valor média praticamente constante ao longo do tempo. Em 1996 constatamos um EVA® médio de R\$ 10,6 milhões negativos. Já em 2006, o EVA® observado foi de apenas R\$ 600 mil positivos.

⁸ Todos os valores monetários aqui expressos estão em “valores da época”, ou seja, em valores nominais.

Portanto, apesar de haver mais empresas de capital fechado gerando EVA® positivo, em termos monetários, as empresas de capital aberto, atualmente, estão gerando maior retorno.

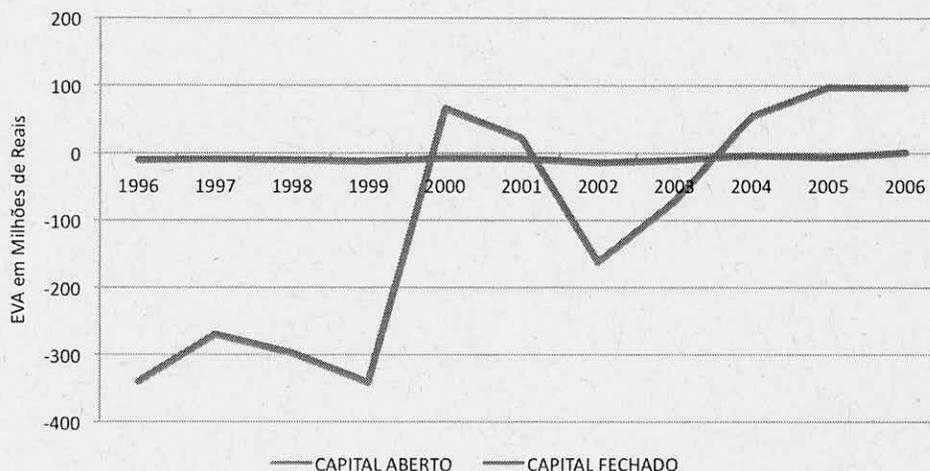


Gráfico 11 - GERAÇÃO DE VALOR MÉDIO - TODAS AS EMPRESAS DA AMOSTRA

Fonte: Elaboração Própria

Para se ter uma idéia do quão grande é a variação de geração de valor elaboramos os gráficos abaixo:

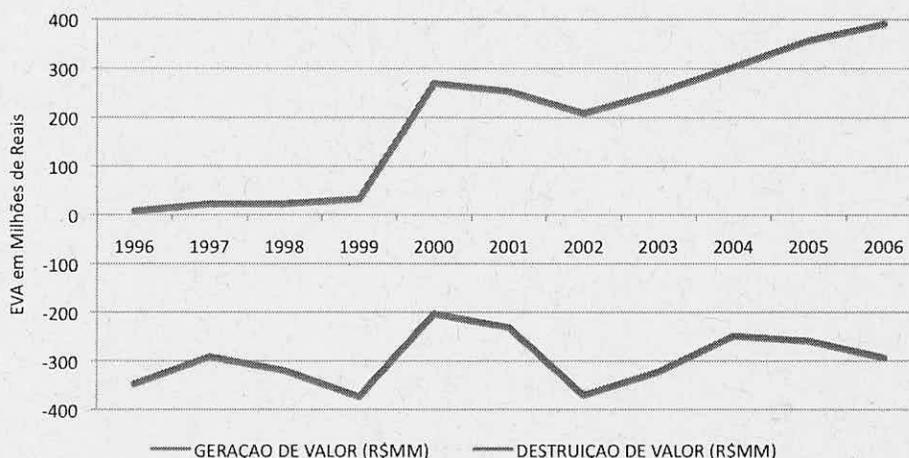


Gráfico 12 - GERAÇÃO DE VALOR MÉDIO - EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO

Fonte: Elaboração Própria

Para este gráfico segmentamos o grupo das empresas de capital aberto em dois sub-grupos (sub-grupo das empresas que tiveram EVA® positivo e o sub-grupo das empresas que tiveram EVA® negativo). Dentro de cada sub-grupo calculamos o EVA® médio e então plotamos os valores.

Observe que, no ano de 1996, para as empresas de capital aberto com EVA® negativo, a média de destruição de valor foi de R\$ 347 milhões negativos, enquanto para as empresas com EVA® positivo, a geração de valor média foi de R\$ 8 milhões positivos, o que nos dá uma amplitude de R\$ 355 milhões. Já no ano de 2006, o EVA® médio das empresas com EVA® positivo foi de R\$ 390 milhões positivos, com amplitude de R\$ 684 milhões!

Amplitude de R\$ 684 milhões nos indica que um investidor pode ganhar muito, mas também corre o risco de perder muito também.

Observe agora o gráfico das empresas de capital fechado:

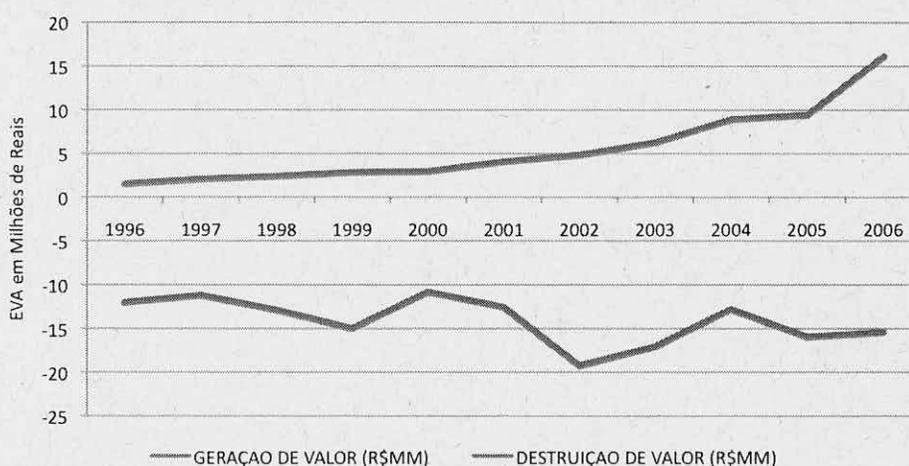


Gráfico 13 - GERAÇÃO DE VALOR MÉDIO - EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO

Fonte: Elaboração Própria

Duas coisas chamam muito a atenção: os valores (tanto de geração quanto de destruição) são mais modestos e a amplitude também é bem menor. Ou seja, os riscos são menores, porém os retornos também.

Isto posto, notamos que as empresas de capital fechado apresentam menor risco e retornos ínfimos, enquanto as empresas de capital aberto apresentam exatamente o oposto.

8.4. Análise por Setor de Atuação

De forma geral, observa-se evolução positiva em todos os setores analisados. O setor comercial, em quase todos os anos observados, apresentou o maior percentual de empresas com EVA® positivo, partindo de 32,4% em 1996 e terminando o ano de 2006 com quase 43%. O setor industrial mais que dobrou o percentual de empresas com EVA® positivo entre 1996 e 2006 (16,5% e 33,8%

respectivamente), porém foi o setor com menor percentual de empresas nos anos de 2005 e 2006. O setor primário foi o que mais se destacou, partindo de 6,8% de empresas com EVA® positivo em 1996 para 34,8% em 2006, fato que mostra maior profissionalismo e rentabilidade ao setor. Por fim o setor de serviços, que apresentou uma interessante evolução (de 23,5% em 1996 para 38% em 2006), além de ter sido o setor com maior estabilidade ao longo do período analisado.

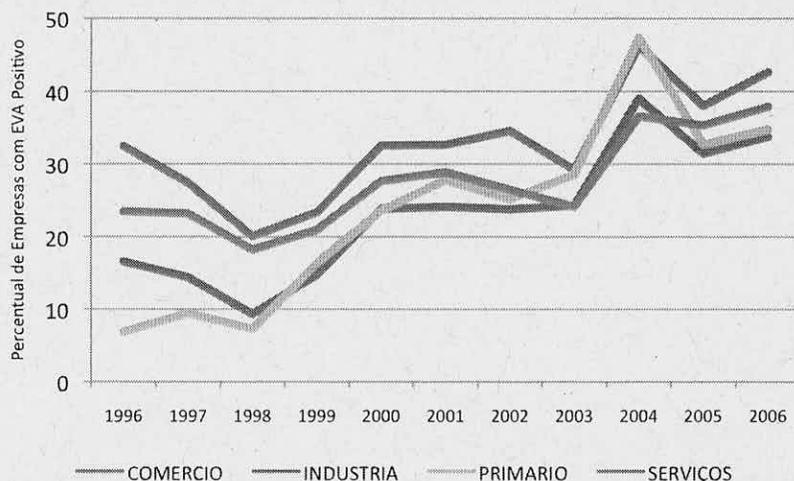


Gráfico 14 – PERCENTUAL DE EMPRESAS COM EVA POSITIVO - POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

Avaliando a geração de valor exclusivamente para estas empresas com EVA® positivo, os resultados são bons e vem melhorando constantemente, em especial para o setor industrial. Observe a evolução do EVA® médio das empresas com EVA® positivo no gráfico 15 (abaixo).

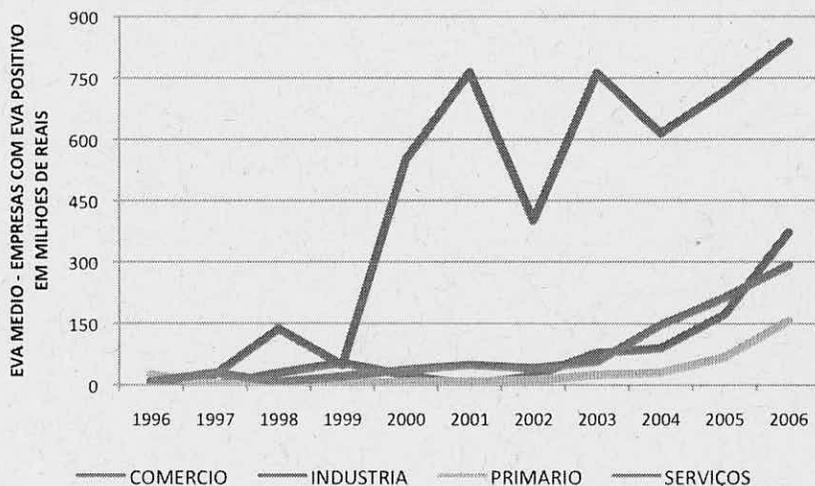


Gráfico 15 - EVA MÉDIO DAS EMPRESAS COM EVA POSITIVO - POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

Quanto ao EVA® médio de todo o setor, os resultados já não são lá muito interessantes, isso porque há muita empresa destruindo valor. Apenas os setores industrial e primário conseguiram conquistar EVA® médio positivos.

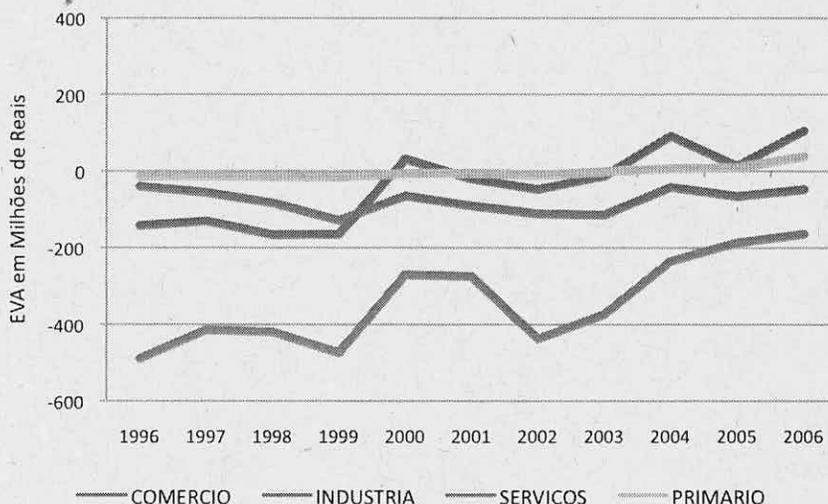


Gráfico 16 - GERAÇÃO DE VALOR MÉDIO - POR SETOR DE ATUAÇÃO

Fonte: Elaboração Própria

Em termos monetários, o setor industrial, no último triênio observado apresentou os resultados mais interessantes. Em 2004 o EVA® médio foi de R\$ 90,9 milhões; em 2005, apesar da queda, o resultado foi positivo em R\$ 12,5 milhões; e em 2006, atingiu a marca de R\$ 104,8 milhões.

O setor primário, entre 1996 e 2003, destruiu em média R\$ 10,4 milhões ao ano. A partir de 2004, até 2006, gerou resultados positivos de 6,3 milhões, 8,9 milhões e 37,5 milhões respectivamente. Cabe aqui destacar que estes excelentes resultados, em grande parte, foram gerados por umas poucas empresas do ramo.

O setor comercial partiu de R\$ 40,5 milhões negativo em 1996, chegou à marca de R\$ 128,3 milhões negativos em 1999, recuperou-se do tombo e terminou o período novamente na casa dos R\$ 48,2 milhões negativos.

É interessante observar que o setor comercial, que em termos de resultado operacional sempre se destacou, chegando a ter cerca de 82% das empresas do setor com NOPAT positivo em 2006, quando se leva em conta o capital operacional investido e o custo do capital empregado, acaba por apresentar resultados muito ruins.

Por fim, o setor de serviços, o maior destruidor de valor médio. Foi também o setor que mais cresceu na geração de valor se olharmos apenas para os resultados entre 2002 e 2006. Em 1996 este setor destruiu R\$ 489,3 milhões! Recuperou-se ao longo dos anos, mas em 2002 um novo tombo: destruiu R\$ 438,1 milhões! Parece que a partir de então deve ter havido mudanças na forma de gestão dos negócios, pois a situação começou a melhorar e, no ano de 2006, o setor destruiu “apenas” R\$ 164 milhões – o melhor resultado dentre todos os períodos analisados.

O que chama a atenção no setor de serviços é que o volume de recursos entrando e saindo das empresas é bem mais elevado. Por isso os resultados são sempre expressivos em relação aos demais setores, seja no momento da geração de valor, seja no momento da destruição de valor. Talvez a explicação para isso seja o grande número de empresas com o capital aberto neste setor.

Analise agora o comportamento de cada setor dentro dos grupos “capital aberto” e “capital fechado”. Note, pelos gráficos abaixo, que o setor industrial apresenta melhores valores quando está no grupo das empresas de capital aberto.

Quanto ao setor de serviços, os valores “menos ruins” estão no grupo das empresas com capital fechado, porém é com o capital aberto que sua recuperação se sobressai.

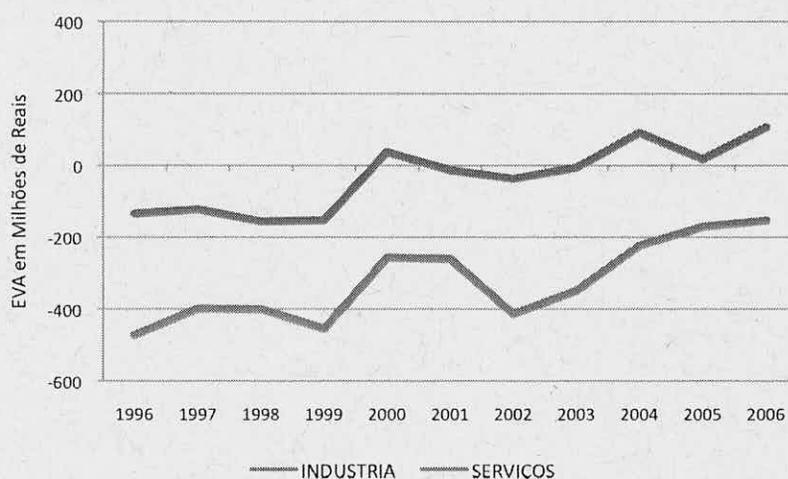


Gráfico 17 - GERAÇÃO DE VALOR MÉDIO - EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO – POR SETOR

Fonte: Elaboração Própria

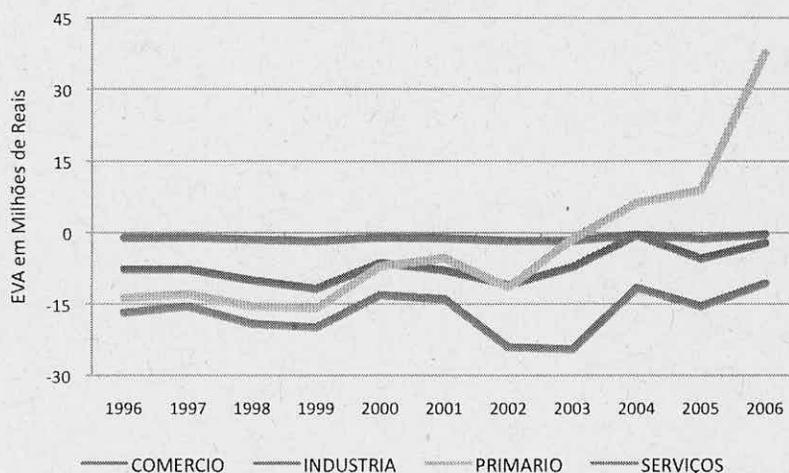


Gráfico 18 - GERAÇÃO DE VALOR MÉDIO - EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO - POR SETOR

Fonte: Elaboração Própria

Quanto aos setores primário e comercial, dentro do grupo de empresas de capital aberto, as amostras não são significativas. Por isso, preferimos não criar avaliações / comparações, uma vez que umas poucas empresas não podem representar toda a categoria dentro do grupo. Já no grupo das empresas com capital fechado, todos os setores apresentam amostras significativas, por isso todos aparecem no gráfico 18 (acima).

Como pode ser observado neste gráfico, o setor primário mostrou um forte crescimento na geração de valor médio entre 2003 e 2006, porém, como dito anteriormente, foram algumas empresas do setor que fizeram toda a diferença, não sendo então a geração de valor uma realidade para a maioria das empresas deste ramo.

Quanto ao setor comercial, que está mais do que 99% com o capital fechado, a geração de valor quando não é um pouco negativa, é praticamente zero.

9. Conclusões

Alguns pontos abordados anteriormente cabem serem aqui ressaltados. Primeiramente, o número de empresas com estrutura societária de capital fechado no Brasil é muito expressivo. Em 2006, em termos percentuais, este número foi de 94%. Dados o tamanho e importância da economia brasileira, além da relativa facilidade de captação de recursos que uma empresa listada em bolsa tem, cremos que este percentual deverá se reduzir no futuro.

Outro ponto é que, em nossa economia, há um certo equilíbrio entre o número de empresas atuantes no setor industrial, de serviços e comercial. Já de forma menos expressiva aparece o setor primário.

Segmentando a amostra por estrutura de capital, observa-se forte predominância de setor de serviços no grupo de empresas de capital aberto, partindo de 53% do total de empresas em 1996 e chegando a 68% em 2006, fato que nos sugere que este é o setor mais bem adaptado ao mercado de capitais. Quanto aos setores comercial e primário, somados, são praticamente nulos dentro deste grupo, nunca ultrapassando os 5%.

Já no grupo das empresas de capital fechado não há predominância de algum setor. Há apenas uma pequena superioridade do setor industrial, imediatamente seguido pelos setores de serviços e comercial.

Partindo agora para os resultados operacionais (NOPAT), nos últimos anos quase 80% das empresas listadas na Serasa conseguiram registrar contabilmente resultados positivos. Este dado é bem interessante pois pode ser que ele esteja criando uma sensação de "dever cumprido" nos gestores das empresas e investidores.

Diferente do senso comum, são as empresas de capital fechado que estão conseguindo ser mais eficientes na obtenção de resultado operacional. Em 1996, foram quase 70% das empresas de capital fechado que conseguiram obter resultado positivo, enquanto que as empresas de capital aberto só chegaram em 59%. Em 2006, o percentual de empresas de capital fechado ainda é superior, porém já não se observa mais uma grande diferença (79,36% e 78,54% respectivamente).

Segmentando a amostra por setor de atuação, observamos que é o comércio o setor que mais consegue resultados operacionais positivo, terminando o ano de 2006 com cerca de 82% das empresas com NOPAT positivo. Os setores industrial e de serviços, atualmente, estão empatados em segundo lugar, com 78% das empresas com NOPAT positivo em 2006.

Apurando, agora, o lucro econômico – ou valor econômico adicionado (EVA®) - observamos algo bem diferente daquele observado com o resultado operacional. Atualmente menos de 40% das empresas analisadas conseguem obter resultado econômico positivo. Ou seja, menos de 40% das empresas conseguem remunerar o capital investido em, no mínimo, a DI-Cetip.

Mais uma vez, meio que a contra-senso, o percentual de empresas de capital fechado com EVA® positivo, historicamente, é superior ao percentual de empresas de capital aberto (em 2006, 38% e 32% respectivamente). Importante: apesar de haver mais empresas de capital fechado gerando EVA® positivo, em termos monetários, as empresas de capital aberto atualmente estão gerando maior retorno. Em média, em 2006 o EVA® das empresas de capital aberto foi de R\$ 97 milhões, enquanto o EVA® das empresas de capital fechado ficou só em R\$ 600 mil.

Os números sugerem que a geração (ou destruição) de valor se torna mais expressiva quando a empresa apresenta capital aberto.

Analisando agora o número de empresas com EVA® positivo em cada um dos setores econômicos, nota-se que o setor comercial, em quase todos os anos observados, apresentou o maior percentual de empresas com EVA® positivo, terminando o ano de 2006 com quase 43%. O setor industrial mais que dobrou o percentual de empresas com EVA® positivo, chegando a 33,8% em 2006, porém foi o setor com menor percentual de empresas nos dois últimos anos analisados. O setor primário foi o que mais se destacou, quintuplicando o número de empresas com EVA® positivo, terminando o ano de 2006 com 34,8%, o que nos sugere haver maior profissionalismo e rentabilidade ao setor. Por fim o setor de serviços, que apresentou interessante evolução, terminando 2006 com 38%, além de ter sido o setor com maior estabilidade ao longo do período analisado.

Avaliando a geração de valor exclusivamente para estas empresas com EVA® positivo, os resultados são bons e vêm melhorando constantemente em todos os setores, em especial o setor industrial, que alcançou a casa dos R\$ 800 milhões positivo em 2006. Em segundo lugar vem o setor comercial, com R\$ 400 milhões em 2006; em terceiro o setor de serviços, com R\$ 300 milhões em 2006 e, por fim, o setor primário, com pouco mais de R\$ 150 milhões.

Analisando a amostra segmentada por estrutura societária e por setor de atuação simultaneamente notamos que, em termos de EVA® médio, o setor industrial apresenta melhores resultados quando está no grupo das empresas de capital aberto. Quanto ao setor de serviços, os valores são sempre negativos, mas os valores "menos ruins" estão no grupo das empresas com capital fechado, porém é com o capital aberto que se observa maior crescimento de valor, especialmente entre 2002 e 2006.

Quanto ao setor primário, houve um forte crescimento na geração de valor médio entre 2003 e 2006, porém, como dito anteriormente, foram algumas empresas do setor que fizeram toda a diferença, não sendo então a geração de valor uma realidade para a maioria das empresas deste ramo. Já o setor comercial, que está mais do que 99% com o capital fechado, a geração de valor quando não é um pouco negativa, é praticamente zero.

Portanto, concluindo e respondendo adequadamente a questão que nos norteou desde o princípio, e que deu nome a este trabalho, há mais empresas de capital fechado gerando resultados operacionais (NOPAT) e valor econômico (EVA®) positivos, porém são as empresas de capital aberto que, apesar de terem maior volatilidade em seus resultados, apresentam os melhores resultados financeiros.

Por setor econômico de atuação, os quatro setores (comércio, indústria, primário e serviços) têm entre 30% e 40% de empresas gerando EVA® positivo, porém, dentro deste grupo de empresas, o setor industrial gera duas vezes mais valor que o setor comercial, que aparece em segundo lugar, tendo os setores de serviços e primário como terceiro e quarto lugares, respectivamente.

Se analisarmos a geração média de valor dos quatro setores como um todo, poucas vezes encontraremos resultados positivos. Isso nos indica que, no geral, as empresas estão sendo muito ruins em seu propósito básico: a geração de valor ao acionista. Mas, pela tendência das curvas, parece que ao longo dos próximos anos a situação se inverterá.

10. Bibliografia

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de Empresas - Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3º edição. Tradução: Allan Vidigal Hastings. Revisão técnica: David Felipe Hastings. São Paulo: MAKRON Books Ltda, 2002.

MARÇAL, Rubens. *EBITDA. Qual o real valor dessa métrica? Relações com Investidores*, São Paulo, n. 96, p. 06-10, Fevereiro 2006.

PETERSON, P. Pamela; PETERSON, R. David. *Performance de Empresas e Medidas de Valor Adicionado*. The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts / ABAMEC, 2000.

RAPPAPORT, Alfred. *Gerando Valor para o Acionista: Um Guia para Administradores e Investidores*. Tradução: Alexandre L. G. Alcântara. Revisão técnica: José Carlos Guimarães Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

VÁZQUEZ, Adolfo S. *Ética*. 24º edição. Tradução: João Dell'Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. *EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação*. Tradução: Paulo Lustosa. Revisão técnica: Leonardo Fernando Cruz Basso. Porto Alegre: Bookman, 2003.

ANEXO I – Evolução da DI-Cetip

Apenas para ilustração, segue histórico da DI-Cetip, retirada da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Título (CETIP).

Observe que a taxa vem caindo sistematicamente, o que pode ser explicado pela conjuntura econômica que favorece os negócios.

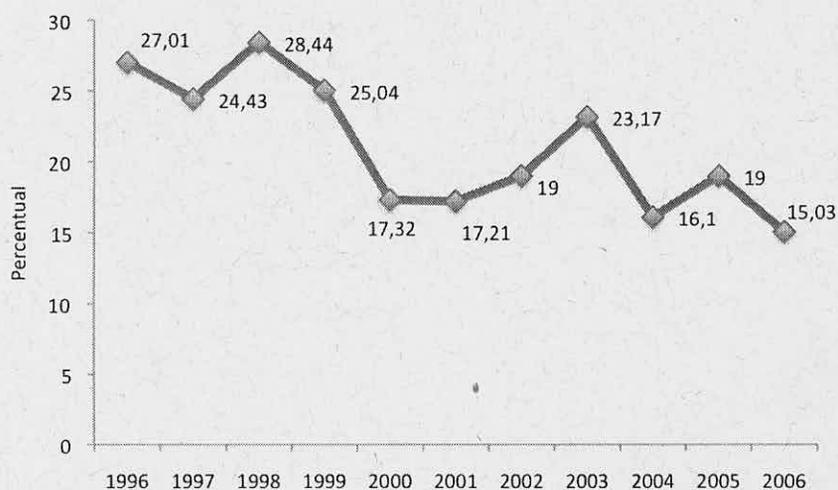


Gráfico 19 – EVOLUÇÃO DA TAXA DI-CETIP

Fonte: Elaboração Própria, com dados da Cetip