

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
EVELIN LIMA DOS SANTOS

**VALOR ECONÔMICO AGREGADO: UM ESTUDO NO SETOR CALÇADISTA
BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2009 A 2013**

CURITIBA
2014

EVELIN LIMA DOS SANTOS

**VALOR ECONÔMICO AGREGADO: UM ESTUDO NO SETOR CALÇADISTA
BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2009 A 2013**

Monografia apresentada como requisito à obtenção do título de Especialista. Curso de Especialização em Controladoria do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná – UFPR.

Orientador: Prof.^o Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA
2014

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus que permitiu que tudo isso acontecesse e por ter me dado forças para vencer os obstáculos e chegar ao fim de mais esta jornada.

Aos meus pais, exemplos de vida e coragem, pelo incentivo e apoio ao longo do curso.

Ao professor Jackson Ciro Sandrini pela seriedade e comprometimento, e pelo acolhido quando da escolha pela especialização em Controladoria.

Agradeço especialmente ao professor Romualdo Douglas Colauto pela valiosa orientação na elaboração desta monografia e pela disponibilidade e atenção dispensada, além do grande comprometimento como mestre.

RESUMO

O objetivo do trabalho consiste em analisar a associação entre o Valor Econômico Agregado no setor calçadista e indicadores de mercado. Caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, utilizando-se dos procedimentos da pesquisa bibliográfica e documental com uma abordagem qualitativa. A pesquisa reuniu as Demonstrações Financeiras das empresas do setor calçadista brasileiro listadas na BM&FBOVESPA, do período de 2009 a 2013, para o cálculo do Valor Econômico Agregado. Assim, comparou-se seu comportamento a outros indicadores de mercado, como o Retorno sobre o Investimento e o EBITDA. Os resultados sugerem que a utilização de indicadores de mercado tradicionais não é suficiente para afirmar seguramente que as empresas criaram ou destruíram valor.

Palavras-chave: Valor Econômico Agregado. Custo de Capital. Retorno sobre o Investimento. Retorno sobre o Patrimônio Líquido. Retorno sobre o Ativo. EBITDA.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resumo dos Indicadores da Empresa Alpargatas S/A	26
Tabela 2: Resumo dos Indicadores da Empresa Cambuci S/A	27
Tabela 3: Resumo dos Indicadores da Empresa Grendene S/A	27
Tabela 4: Resumo dos Indicadores da Empresa Vulcabras/Azaleia S/A	28

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AOL - Ativo Operacional Líquido

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CI – Capital Investido

CP – Capital Próprio

CT – Capital de Terceiros

EBITDA - *Earning before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization* ou Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações/Exaustões e Amortizações

EVA - *Economic Value Added* ou Valor Econômico Agregado

NOPAT – *Net Operating Profit after Taxes* ou Lucro Operacional Líquido após Impostos

ROA - *Return on Assets* ou Retorno sobre o Ativo

ROE - *Return on Equity* ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido

ROI – *Return on Investment* ou Retorno sobre o Investimento

RROI – *Residual Return on Investment* ou ROI Residual

WACC – *Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	3
RESUMO	4
LISTA DE TABELAS	5
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	6
1 INTRODUÇÃO	7
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	8
1.2 OBJETIVOS	8
1.2.1 Objetivo geral	8
1.2.2 Objetivos específicos.....	9
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	9
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1 ABORDAGEM CONCEITUAL DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO....	11
2.1.1 Metodologia de cálculo do Valor Econômico Agregado	13
2.2 DEFINIÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL	16
2.3 INDICADORES DE MERCADO	18
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	23
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	25
5 CONCLUSÕES	30
REFERÊNCIAS	32

1 INTRODUÇÃO

Em um ambiente empresarial em constante mudança e cada vez mais dinâmico e competitivo, a adoção de novos mecanismos, além dos indicadores financeiros para a gestão do desempenho faz-se necessária a fim de garantir o sucesso da organização. Os modelos tradicionais de avaliação econômico-financeira apresentam diversas deficiências. Dentre elas, o fato de não contemplar o custo do capital próprio, impedindo a avaliação da agregação de valor aos acionistas.

Bastos (1999, *apud* MARTINS, SANTOS e SCHMIDT, 2006, p. 41) faz menção a essas deficiências, colocando que há uma tendência mundial em buscar novos mecanismos de avaliação de desempenho. Destaca que os modelos tradicionais são fundamentados em dados históricos da contabilidade e que não consideram a rentabilidade mínima exigida pelos acionistas, assim como não apresentam alternativas para o tratamento dos riscos associados à incerteza dos resultados.

Diante deste cenário e em resposta a tais deficiências, surge a proposta de utilização do EVA (*Economic Value Added* – Valor Econômico Agregado). Para Ehrbar (1999, p.1), o EVA é considerado mais que uma medida de desempenho. Representa a estrutura para um sistema completo de gestão financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa. O EVA ajuda a transformar a cultura corporativa e tem potencial para melhorar as vidas profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos e ajudando-os a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios.

Considerando que o lucro calculado pela contabilidade financeira possui limitações quanto à apresentação da capacidade de competitividade de uma organização ao não ponderar a remuneração exigida pelos acionistas, o EVA apresenta-se como medida de avaliação empresarial, por considerar tal aspecto.

Com as constantes mudanças no mercado empresarial, as organizações buscam cada vez mais apresentar diferenças competitivas perante seus concorrentes. Neste contexto, é necessário um nível de

competências gerenciais e econômicas mais eficientes. Por isso, verifica-se que a criação de valor para os acionistas faz parte, cada vez mais, dos objetivos corporativos de muitas organizações. Nesse sentido, Stewart III (2005, p. 24) coloca que, “a razão mais importante para a adoção do EVA como o principal objetivo financeiro da corporação é que essa é a única medida de desempenho que se vincula diretamente ao valor intrínseco de mercado”.

A metodologia do EVA corresponde às exigências do mercado, que busca cada vez mais por empresas que comprovem seus resultados a partir da maximização do seu valor para os acionistas, a partir da análise da criação ou destruição de sua riqueza, esclarecendo possíveis lacunas deixadas pelos indicadores tradicionais.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A pesquisa pretende responder a seguinte questão-problema: **qual a associação entre o Valor Econômico Agregado no setor calçadista comparativamente a indicadores de mercado?**

1.2 OBJETIVOS

Esta seção apresenta inicialmente o objetivo geral do trabalho e em seguida os objetivos específicos, os quais consistem em etapas para que se alcance o objetivo geral.

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral do trabalho consiste em analisar a associação entre o Valor Econômico Agregado no setor calçadista e indicadores de mercado.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Descrever uma metodologia padronizada para o cálculo do EVA que permita a comparabilidade direta dos relatórios entre as empresas;
- b) Identificar o EVA para empresas do setor calçadista no período de 2009 a 2013;
- c) Calcular o Retorno sobre os Ativos, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, o Retorno sobre o Investimento, o Retorno sobre o Investimento Residual e o EBITDA no período de 2009 a 2013; e
- d) Comparar o comportamento do EVA no setor calçadista com o Retorno sobre os Ativos, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, o Retorno sobre o Investimento, o Retorno sobre o Investimento Residual e o EBITDA no período em estudo.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Num cenário em que a competição caracteriza o ambiente econômico mundial, as organizações sentem a necessidade de buscar novos parâmetros para medir suas condições e potencialidades frente ao ambiente competitivo em que convivem. Com isso, as informações contábeis e a postura convencional de gestão precisam se ajustar com maior rapidez às novas necessidades impostas pelo mercado.

Dentro desta lógica, a criação de valor para a empresa, com a agregação de riqueza ao acionista, é vista como o sistema de gestão mais adequado a ser adotado pelas organizações. Stewart III (2005) cita que a busca do valor direciona a utilização racional dos recursos escassos, e quanto mais eficácia no uso, mais forte será o crescimento econômico empresarial.

Com isso, a relevância desta pesquisa justifica-se por: (1) difundir uma das principais medidas de criação de valor das empresas no meio acadêmico, contribuindo para discussões sobre sua aplicabilidade e relevância; (2) evidenciar a metodologia aplicável do cálculo do Valor Econômico Agregado, auxiliando investidores que buscam por empresas que valorizam seus capitais,

permitindo ainda a comparação entre diferentes setores brasileiros e fornecendo aos gestores subsídios para alinhar seus interesses com os objetivos dos acionistas; (3) disseminar a cultura do Valor Econômico Agregado demonstrando sua relevância como ferramenta de gestão, e utilidade como fonte de medida de desempenho empresarial junto aos gestores; e (4) demonstrar que o Valor Econômico Agregado é mais que uma ferramenta financeira, funcionando também como estratégia.

Assim, no intuito de identificar o comportamento do Valor Econômico Agregado das empresas de um determinado setor da economia, a realização de uma pesquisa a partir do cálculo do EVA das empresas calçadistas brasileiras será comparada aos seus indicadores de mercado.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

A monografia está dividida em cinco capítulos. No primeiro apresenta-se a introdução ao estudo, e uma breve contextualização, o problema de pesquisa, além dos objetivos geral e específicos, a justificativa e a estrutura do trabalho. O segundo capítulo abrange o referencial teórico. Abordando primeiramente, os conceitos de Valor Econômico Agregado e, em seguida, a definição dos custos de capital próprio e de terceiros e os indicadores de mercado. O terceiro capítulo compreende a metodologia de pesquisa. O quarto capítulo inclui a descrição e a análise dos resultados do estudo, com as considerações pertinentes. No quinto capítulo apresentam-se as conclusões, com as possíveis limitações e contribuições da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção são abordados os principais temas relativos aos termos-chave da pesquisa como Valor Econômico Agregado, Custo de Capital e alguns Indicadores de Mercado. Primeiramente apresenta-se a abordagem conceitual e metodologia de cálculo para o Valor Econômico Agregado, e faz-se também uma breve exposição dos aspectos positivos e algumas deficiências dessa ferramenta de gestão. Em seguida, apresentam-se as definições de Custo de Capital, com a fórmula básica para sua obtenção. Por fim, são apresentadas as definições dos indicadores de mercado: Retorno sobre o Investimento, Retorno sobre o Investimento Residual, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno sobre o Ativo e EBITDA.

2.1 ABORDAGEM CONCEITUAL DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO

O Valor Econômico Agregado, utilizado como ferramenta de medida de desempenho, é conhecido dos economistas há mais de 200 anos. Entretanto, por muitos anos este conceito, praticamente, não foi utilizado voltando a ser abordado, conforme colocado por Ehrbar (1999, p. VIII e IX), “com a publicação das pesquisas dos vencedores do Prêmio Nobel Merton H. Miller (da Universidade de Chicago) e Franco Modigliani (MIT), em 1958, 1960 e 1961”. Eles demonstraram, em suas pesquisas, que a receita econômica é o impulsionador-chave de valor e que a taxa de retorno exigida é diretamente proporcional ao risco.

A evolução do tema se deu em 1975, com a publicação de um *paper* sobre a teoria dos custos de agenciamento, pelos professores William Meckling e Michael Jensen. Neste estudo, abordaram a subordinação pelos gerentes dos interesses dos acionistas a seus próprios objetivos. No ano de 1982, Joel M. Stern e G. Bennet Stewart III criaram a empresa de consultoria Stern Stewart & Co, e patentearam o *Economic Value Added* nos Estados Unidos, após traduzirem de forma simples e compreensível os trabalhos teóricos até

então publicados acerca do Valor Econômico Agregado. Segundo Ehrbar (1999, p. 2), o EVA:

é uma medida daqueles lucros verdadeiros. Aritmeticamente, é o lucro operacional após o pagamento de impostos menos os encargos sobre o capital, apropriado tanto para endividamento quanto para capital acionário. O que resta é o valor em dólares pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital utilizado para realizar aquele lucro.

Kaplan (1998) explica que o EVA corrigiu a falha da contabilidade financeira de calcular os lucros da empresa sem identificar o custo de capital como uma despesa econômica. A utilização do EVA como medida de desempenho surge como resposta às deficiências do sistema tradicional de avaliação financeira, o qual não apresenta resultados adequados em termos de criação de valor para o acionista, da mesma forma que não contempla o custo dos capitais próprios, o que não permite uma avaliação acerca do aumento ou da destruição da riqueza dos sócios.

Com isso é possível identificar que o lucro depende de condições do mercado, como clientes, concorrência e o ambiente econômico externo, o que o torna frágil. E assim, altamente volátil as mudanças nestes cenários. Assaf Neto (1997, *apud* MARTINS, SANTOS e SCHMIDT, 2006, p. 42) observa que:

uma empresa pode promover acréscimos em sua riqueza não somente apurando maiores lucros, mas também reduzindo seu custo de capital, eliminando riscos, sendo eficiente e promovendo maior giro em seus investimentos para um mesmo nível de atividade, e assim por diante. Nesta análise de valor de (riqueza) depreende-se que a obtenção de mais lucro não garante o sucesso do empreendimento. Para promover atratividade e continuidade, a empresa deve realizar uma agregação de valor, produzindo uma capacidade remuneradora aos proprietários de capital superior às suas expectativas de ganhos.

Assaf Neto (2000, p. 242) explica que uma empresa cria valor quando o retorno gerado é superior ao custo dos recursos investidos, o que promove uma valorização em seu valor de mercado. Enquanto que, a destruição de valor ocorre quando, mesmo apurando lucro contábil, este não consegue cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido.

De acordo com Monerry (2001, *apud* MARTINS, SANTOS e SCHMIDT, 2006, p. 41), ao considerar a criação de valor, as organizações

umentam suas possibilidades de acessar com mais facilidade os recursos de grandes investidores. E, ao trabalharem para agregar valor para os acionistas, as empresas buscam vantagens competitivas capazes de fortalecer sua posição no seu mercado de atuação. Stewart III (2005, p. 117) cita que “a real medida de desempenho que apropriadamente leva em consideração todas as maneiras pelas quais o valor corporativo pode ser agregado ou perdido é o valor econômico agregado (EVA)”.

Santos, Schmidt e Pinheiro (2006, p. 126) apontam que “o EVA é um sistema de gestão financeira que mede o retorno que capitais próprios e de terceiros proporcionam aos proprietários. Ele mede a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital”. Segundo Ehrbar (1999), o Valor Econômico Agregado é uma lente que permite aos gerentes uma percepção mais clara dos dados econômicos que sustentam o negócio, capacitando-os assim, a tomar decisões melhores.

Dessa forma, verifica-se a importância do EVA não apenas como uma simples medida de desempenho econômico, mas como um sistema de gestão que coloca a maximização dos lucros dos acionistas a frente de todos os demais objetivos da organização, tendo como foco principal a agregação de valor direcionada a continuidade dos negócios.

2.1.1 Metodologia de cálculo do Valor Econômico Agregado

Com relação à maneira de se calcular o EVA, Malvessi (2000, *apud* MARTINS, SANTOS e SCHMIDT, 2006, p. 49), explica que EVA é o Lucro Operacional após o Imposto de Renda (NOPAT) deduzido do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Sendo que o WACC representa o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para atingir o resultado econômico, é o fluxo de caixa requerido pelos investidores e proprietários para compensar o risco do investimento dos recursos aplicados na empresa. Já NOPAT é o lucro operacional derivado das operações da empresa deduzido o valor do Imposto de Renda.

Apesar de a prática contábil brasileira calcular o lucro operacional após as despesas financeiras, considera-se esta forma de cálculo inadequada, pois

para refletir efetivamente o desempenho das operações da empresa é necessária a apuração do Lucro Operacional antes dos encargos financeiros (ASSAF NETO, 2007).

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CI})$$

Em que,

EVA = *Economic Value Added* ou Valor Econômico Agregado

NOPAT = *Net Operating Profit after Taxes* ou Lucro operacional líquido após impostos

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital

CI = Capital Investido

Porém, conforme apresentado por Ehbar (1999), o primeiro passo para se calcular o EVA é a decisão de quais ajustes serão feitos nas contas baseadas nos GAAP. Desta forma, os ajustes a serem realizados devem levar em conta o tipo de EVA escolhido pela empresa, que segundo Ehbar (1999, p. 132) são quatro tipos: (1) EVA Básico, o qual é obtido através da utilização de lucros operacionais e balanço não ajustados; (2) o EVA Divulgado, que realiza cerca de uma dezena de ajuste-padrão nos dados contábeis publicamente disponíveis; (3) o EVA Sob Medida seria o equilíbrio entre a facilidade no cálculo e a exatidão no resultado do lucro econômico; e (4) o EVA Verdadeiro, que seria a medida mais precisa de lucro econômico, considerando todos os ajustes relevantes de dados contábeis em seu cálculo, com a utilização do exato custo de capital.

Para se aumentar o EVA ao máximo possível para maximizar a riqueza dos acionistas existem quatro formas (EHRBAR, 1999, p. 106): cortar custos e reduzir impostos para aumentar o NOPAT sem acrescer capital; empreender todos os investimentos nos quais o aumento do NOPAT será maior do que aumentos de encargos de capital; retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excedam qualquer redução de NOPAT; e estruturar as finanças da empresa de forma tal que minimizem o custo de capital.

No que tange as vantagens do sistema EVA, como método de gestão corporativa, pode-se citar (SANTOS, SCHMIDT E PINHEIRO, 2006, p. 54): apuração do verdadeiro custo dos capitais empregados; mensuração do lucro econômico; descarte de projetos inviáveis economicamente, priorizando aqueles que agregam maior valor para a empresa; redução de custos e perdas, através da venda ou descarte de ativos improdutivos e otimização das compras, vendas e do processo produtivo; preocupação com a criação de riqueza para os acionistas; preocupação dos administradores com o custo do capital que está sendo empregado, por isso estão sempre inovando, procurando novas formas de agregar maiores riquezas aos acionistas.

Ainda sobre suas vantagens, Malvessi (2000, *apud* MARTINS, SANTOS e SCHMIDT, 2006, p. 54) destaca que o EVA proporciona vantagens competitivas ao negócio, criando valor pela melhoria operacional e econômica, através de: tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criam valor para a empresa; análise da estrutura de recursos aplicados considerando o desempenho e evolução da receita, com o controle dos gastos e com a melhoria do resultado operacional; análise da estrutura e do custo de capital, bem como a sua influencia passada e futura; transformação dos gestores com visão de proprietários, fazendo com que ele passem a agir e se sentir como acionista, pela participação ilimitada nos resultados que criam valor, desde que alcançadas as metas estabelecidas.

Para o sucesso na aplicação da filosofia EVA, se faz necessário a conscientização de todos os colaboradores da empresa, buscando o comprometimento de todos.

Contudo, o EVA não apresenta apenas vantagens. Dentre as limitações que este sistema apresenta, podem-se citar (SANTOS, SCHMIDT E PINHEIRO, 2006, p. 54): restrição ao crescimento da empresa. A expectativa de resultados rápidos pode fazer com que os projetos de maior vulto, que requeiram grandes somas de capital (próprio e de terceiros) sejam abortados, como forma de não propiciar o crescimento acentuado dos recursos líquidos, e comprometer o cálculo do EVA; dificuldades para obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras. Quanto mais endividadas, maior é o risco. A utilização excessiva de capitais de terceiros, principalmente oneroso, é vista pelos bancos como um fator restritivo à concessão de crédito; ênfase

exagerada na geração de lucros; empresas regidas apenas por propósitos econômicos.

Como toda medida de desempenho econômico, o EVA apresenta vantagens e desvantagens. Contudo, conclui-se, que o EVA é uma ferramenta de grande valia no direcionamento estratégico das empresas, revelando a verdadeira criação de valor. Ao contrário de uma gestão baseada nos lucros, que somente considera o custo de capitais de terceiros, a gestão empresarial baseada na criação de valor revela a verdadeira geração de riqueza considerando a remuneração exigida por todos os detentores de capital. As decisões passam a ser fundamentadas no reconhecimento do valor necessário para cobrir todos os seus custos e na remuneração exigida pela estrutura de capital.

2.2 DEFINIÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

Conforme Santos, Schmidt e Pinheiro (2006, p.56) “o ativo operacional líquido (AOL) é a parcela de investimentos efetuada na empresa que necessita ser financiada por recursos provenientes de fontes não operacionais, que podem ser capital próprio (CP) ou capital de terceiros (CT)”.

Geralmente, as empresas não possuem recursos próprios suficientes para financiar seus investimentos, sendo necessário captar recursos de terceiros. Assim, a partir de uma decisão gerencial, é estabelecida a estrutura de capital da empresa, que reflete a parcela de utilização de capitais de terceiros e capital próprio, considerando os riscos e oportunidades de mercado ao qual está sujeita.

A estimativa do custo de capital é essencial para o estabelecimento da taxa de retorno mínima aceitável ou taxa de corte que deve ser requerida pela gestão em novas propostas de investimentos (ASSAF NETO, 2001, p.56). Tal análise se faz importante, pois servem de base para decisões de novos investimentos. Enquanto que, os investimentos com retornos maiores que o custo de capital geram criação de valor para o acionista, os investimentos com retornos menores destroem valor.

O custo de capital também pode ser explicado, de forma simples, como a taxa de retorno que o acionista esperaria obter com um investimento em outro ativo de risco equivalente ao da empresa. Trata-se de um custo de oportunidade. Pode o custo de capital ser interpretado, também, como o retorno que a empresa deve conseguir com seus investimentos, de forma a recompensar seus financiadores. A fórmula básica se obter o custo de capital é a ponderação do custo de cada fonte de financiamento, próprio ou de terceiros, por sua participação na estrutura de capital da companhia.

Entende-se por Capital de Terceiros o somatório de todas as formas de financiamento da empresa com recursos de terceiros, excluindo-se o passivo não-oneroso como as contas a pagar. Desta forma, o Custo de Capital de Terceiros é encontrado a partir da divisão do saldo da conta Despesas de Juros (Despesas Financeiras) pelo Capital de Terceiros captado pela empresa.

Já o Capital Próprio equivale aos recursos dos acionistas investidos na empresa. Logo, o Custo do Capital Próprio equivale ao retorno da melhor oportunidade de investimento abandonada quando da decisão de investir na empresa, trata-se de um Custo de Oportunidade. De acordo com Santos, Schmidt e Pinheiro (2006), o custo do capital próprio é a taxa de retorno requerida pelos investidores para realizar um determinado investimento patrimonial em uma empresa. Cavalcante (1998, *apud* SANTOS, SCHMIDT e PINHEIRO, 2006, p. 147), complementa que o acionista investe seu capital visando um retorno, sendo que esta taxa de retorno é o custo do capital próprio.

Um ponto importante a ser observado é a distinção entre o custo de capital de terceiros antes do Imposto de Renda e o custo de capital de terceiros após o Imposto de Renda (SANTOS, SCHMIDT E PINHEIRO, 2006). Isso se deve ao fato, de que os juros pagos pela empresa resultantes dos financiamentos de terceiros, são dedutíveis para fins de cálculo do Imposto de Renda devido. Portanto, a fórmula do Custo de Capital, pode ser apresentada da seguinte forma:

$$WACC = (E/V) \times R_e + (D/V) \times R_d \times (1 - T_c)$$

Em que,

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital

E = Capital Próprio da empresa

D = Capital de Terceiros da empresa

V = Combinação de Capital Próprio e de Terceiros da Empresa (E + D)

R_e = Custo de Capital Próprio

R_d = Custo de Capital de Terceiros

T_c = Alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social

A combinação de capital de terceiros e capital próprio identifica a estrutura de capital adotada pela empresa e está estritamente ligada ao risco, sendo esta uma variável de decisão gerencial. Além disso, o custo de capital influencia diretamente a criação ou a destruição de valor da empresa, conforme Assaf Neto (2007, p. 428) “a empresa agrega valor econômico em suas decisões à medida que o resultado de suas operações exceder seu custo total de captação, revelando a qualidade do desempenho do capital aplicado.

Contudo, a complexidade na determinação do custo do capital próprio, dada as peculiaridades inerentes e a subjetividade do custo de oportunidade, limitam sua utilização como variável na maioria dos indicadores utilizados para a tomada de decisão, o que gera deficiências na análise da verdadeira riqueza gerada pela empresa. A seguir serão apresentados conceitos de alguns indicadores de mercado, e com isso pode-se verificar a deficiência citada anteriormente.

2.3 INDICADORES DE MERCADO

Os indicadores de mercado servem de medida dos diversos aspectos econômicos e financeiros que norteiam as empresas, são uma espécie de termômetro de determinado mercado, setor ou segmento. A evolução destes indicadores é uma ferramenta de extrema importância para administradores, investidores e especuladores, pois identificam um padrão de desempenho e a

tendência geral do mercado em questão. Em decorrência da comparação proposta pela presente pesquisa, alguns indicadores de mercado serão apresentados a seguir.

O *Return on Investment* - ROI é o Retorno sobre o Investimento, sendo definido por Kassai, Kassai e Assaf Neto (2002, p. 34) como “a taxa de retorno genuína da empresa, atribuída à sua capacidade geradora de resultados, independente de sua estrutura de financiamento”. O investimento trata dos recursos alçados pela empresa para aplicação em seus negócios. De acordo com Assaf Neto (2010, p. 110), o investimento “é o capital que rigorosamente deve ser remunerado”. O autor também explica que o investimento pode ser obtido pela soma dos recursos (passivos) onerosos captados por uma empresa, como empréstimos e financiamentos, com os recursos próprios aplicados pelos acionistas, sendo estes valores registrados em contas de patrimônio líquido.

Logo,

$$\text{Investimento} = \text{Passivo Oneroso} + \text{Patrimônio Líquido.}$$

Sendo o ROI assim determinado:

$$\text{Retorno sobre o Investimento (ROI)} = \frac{\text{Lucro gerado pelos ativos (operacional)}}{\text{Investimento Médio}}$$

FREZATTI (2001) destaca alguns pontos fortes do Indicador Retorno sobre o Investimento. Entre eles está a facilidade de entendimento e a rapidez do cálculo, considerando que ele não requer ajustes adicionais. Outro fator está relacionado à percepção quanto às razões do retorno e das origens de sua variação. Quanto as suas limitações RAPPAPORT (2001) aponta que o indicador não permite ao acionista identificar a agregação de valor, além de não considerar o risco na avaliação, pois se utiliza apenas do lucro contábil, e não pondera a necessidade de investimento.

Já o *Residual Return on Investment* – RROI ou Retorno sobre o Investimento Residual, segundo Assaf Neto (2007), pode ser explicado como a diferença entre a taxa de retorno do investimento e o custo de capital total aplicado. Dessa maneira, sua fórmula apresenta-se:

$$\text{RROI} = \text{ROI} - \text{WACC}$$

Em que,

RROI = *Residual Return on Investment* ou Retorno sobre o Investimento Residual

ROI = Retorno sobre o Investimento

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado de Capital

Com relação ao *Return on Assets* – ROA, o Retorno sobre o Ativo, Assaf Neto (2007, p. 109) explica que o indicador “revela o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos”. Sendo sua fórmula, assim apresentada:

$$\text{Retorno sobre o Ativo (ROA)} = \frac{\text{Lucro Gerado pelos Ativos (Operacional)}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

Cabe destacar que o Lucro Gerado pelos Ativos é o resultado da empresa antes das despesas financeiras. O autor complementa que “como critério de decisão, o retorno sobre o ativo pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos”. Isso significa que a empresa ao obter empréstimos a uma taxa de juros superior ao retorno gerado pelos seus ativos, acaba onerando a rentabilidade dos acionistas, pois o resultado obtido com a aplicação dos recursos é inferior ao seu custo de captação.

O indicador *Return on Equity* – ROE ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido mede o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários, ou seja, revela quanto o acionista aufer de lucro para cada unidade monetária de recurso investido na empresa (ASSAF NETO, 2007). É obtido pela fórmula:

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

É importante destacar, que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido não identifica o verdadeiro valor de mercado da empresa, assim como um ROE positivo não garante a remuneração esperada do capital (ASSAF NETO, 2007)

Outro indicador de longa utilização é o EBITDA, a sigla vem do inglês, *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization*, que traduzido seria Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações/Exaustões e Amortizações. Segundo Assaf Neto (2000, p. 207), este indicador “equivale ao conceito restrito de fluxo de caixa operacional da empresa, apurado antes do cálculo do imposto de renda”, ou seja, é uma medida de capacidade de geração operacional de caixa, evidenciando a capacidade financeira de remunerar acionistas e credores.

Com relação à análise do EBITDA, temos que quanto maior o índice, mais eficiente é a geração de caixa operacional da empresa, assim como, melhor é a capacidade de remuneração aos investidores.

Contudo, esta medida financeira também apresenta algumas limitações. Por revelar a geração interna de caixa, o EBITDA não considera variáveis importantes como a qualidade do crédito e a necessidade de reinvestimentos. A empresa pode obter bons lucros no período, porém não acumular saldo de caixa suficiente para fazer frente as suas necessidades, pois um EBITDA alto pode ser formado por lucros elevados, mas que ainda não foram realizados financeiramente como caixa. (ASSAF NETO, 2007)

No intuito de amenizar os problemas quanto à comparabilidade entre o resultado do EBITDA para as companhias abertas, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários diante de suas atribuições emitiu a Instrução CVM nº 527/12 como o objetivo de ajudar na compreensão e comparabilidade do indicador divulgado entre as companhias. Desta forma, a instrução apresenta uma fórmula de cálculo para obtenção do EBITDA, com a seguinte estruturação:

Lucro Líquido do Exercício

(+) IR e Contribuição Social

(-) Resultado Financeiro

(+) Depreciação e amortização

(+) Resultado Financeiro, Impostos e Depreciação da Equivalência Patrimonial de Empresas Coligadas

(=) EBITDA conforme Instrução CVM 527

(+/-) Ajustes Adicionais ao Resultado do Período

(=) EBITDA AJUSTADO

A partir da Lei nº 11.941/08, não mais se segrega os “Resultados Não Operacionais”, apenas se referindo a “Outras Receitas” e “Outras Despesas”, cabendo o julgamento contábil de acordo com as normas contábeis específicas. Porém, as companhias abertas têm a prática de divulgar ajustes adicionais ao indicador a fim de apresentar uma informação mais completa quanto ao seu potencial de geração de caixa futuro. Estes ajustes abrangem o resultado líquido das operações descontinuadas, e conforme a instrução poderão ser considerados a partir do julgamento da administração.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O estudo utiliza a seguinte classificação metodológica: quanto aos objetivos, descritiva; quanto aos procedimentos, bibliográfica e documental; e quanto à abordagem do problema, qualitativa.

Para Andrade (2002, *apud* BEUREN, 2008, p. 81), a “pesquisa descritiva preocupa-se em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, e o pesquisador não interfere neles”. No que tange aos procedimentos, segundo Gil (1999, *apud* BEUREN, 2008, p. 87), a “pesquisa bibliográfica é desenvolvida mediante material já elaborado, principalmente livros e artigos científicos”. Com relação à abordagem qualitativa, Richardson (1999, *apud* SAMPIERI, 2006, p. 91) coloca que “os estudos que empregam uma metodologia qualitativa podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais”.

Para o desenvolvimento da pesquisa foram reunidas as demonstrações financeiras, do período de 2009 a 2013, das empresas do setor calçadista de capital aberto listadas em bolsa, sendo que os dados foram obtidos no site da BM&FBovespa. Foram desconsideradas todas as companhias da categoria capital fechado, em função do acesso restrito aos demonstrativos contábeis. Com isso, a amostra final foi composta pelas empresas Alpargatas S/A, Cambuci S/A, Grendene S/A e Vulcabras/Azaleia S/A.

A partir das demonstrações contábeis, Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício, foram retirados os dados necessários para o cálculo do Valor Econômico Agregado, e este calculado de acordo com a metodologia padronizada apresentada na fundamentação teórica. Da mesma forma, foram calculados os indicadores de Retorno sobre o Investimento, Retorno sobre o Investimento Residual, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e o EBITDA.

Com os cálculos tabulados, fez-se a comparação de comportamento entre o Valor Econômico Agregado e os demais Indicadores de Mercado.

Assim, buscou-se apresentar pela análise descritiva as divergências de resultado, considerando a criação de valor para a empresa.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Para a realização do estudo foram selecionadas as empresas com ações negociadas na Bolsa, classificadas no segmento calçadista: Alpargatas S/A, Cambuci S/A, Grendene S/A e Vulcabras/Azaleia S/A. Os dados referentes a estas empresas foram obtidos de Demonstrações Financeiras referentes ao período de 2009 a 2013, sendo as informações colhidas no site da BM&FBovespa e de pesquisas precedentes que versam sobre estas.

Considerando as limitações da pesquisa, o EVA a ser calculado será o EVA Básico, ou seja, não serão realizados ajustes nos dados contábeis publicados para o seu cálculo. Com relação ao Custo Médio Ponderado de Capital – WACC optou-se por utilizar um valor de WACC já calculado, devido à dificuldade de se obter os dados para o cálculo, assim como a subjetividade que envolve o índice, o valor utilizado foi retirado do site do Instituto Assaf, que apresenta o cálculo do WACC por setor da economia. Para o NOPAT será considerado o lucro operacional antes dos encargos financeiros, e para o percentual de Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social (CS) incidente foi utilizado o valor de 34%, correspondente a 15% de IR, mais adicional de 10%, e 9% de Contribuição Social.

A Alpargatas foi fundada em 1907 em São Paulo, iniciou com a produção de Alpargatas Roda e Encerados Locomotiva. Em 1910, colocou suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Nos anos 50 lançou o tênis Conga inaugurando uma nova era em calçados no Brasil. Em 1960 lançou o seu grande sucesso: as sandálias Havaianas. Hoje a organização é considerada uma das empresas com a melhor reputação no setor de calçados. Pertence ao grupo de empresas Nível 1 de Governança Corporativa da BM&F Bovespa, privilegiando a transparência na prestação de contas.

O Grupo Cambuci foi fundado em 1945 no bairro do Cambuci em São Paulo, inicialmente confeccionava artigos de vestuário. Em 1970, a Cambuci criou a marca Penalty. Antes da metade dos anos 80, transformou-se em sociedade por ações de capital aberto a adquiriu os direitos de fabricação de calçados da marca Asics. Hoje a marca Penalty é um dos maiores expoentes do esporte nacional.

A Grendene foi fundada em 1971, sendo hoje uma das maiores produtoras mundiais de calçados. A companhia é detentora de marcas de sucesso como Melissa, Grendha, Rider e Ipanema. Sua abertura de capital foi realizada em 2004, passando a ter ações ordinárias negociadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

A Vulcabras/ Azaleia foi constituída em 1952, na cidade de São Paulo, visando à produção de calçados de couro com sola de borracha vulcanizada. No ano de 1974 ingressou no segmento de marcas esportivas internacionais. Com a abertura do capital na Bovespa, no ano de 1977, a empresa entrou em um novo ciclo de crescimento. Em 2010, a empresa consolidou sua liderança no mercado de calçados esportivos, destacando-se como a marca mais conhecida e preferida de calçados femininos brasileira.

No intuito de atender ao objetivo principal deste estudo, que é verificar qual a associação entre o Valor Econômico Agregado no setor calçadista comparativamente a indicadores de mercado, primeiramente apresentou-se o conceito e a metodologia de cálculo do Valor Econômico Agregado e de alguns Indicadores de Mercado. Em seguida, coletou-se os dados necessários no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício para a operacionalização dos cálculos. A partir dos valores calculados, tabulou-se os resultados para facilitar a comparabilidade do Valor Econômico Agregado com cada Indicador de Mercado apresentado, sendo eles o Retorno sobre o Ativo – ROA; Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE, Retorno sobre o Investimento – ROI; Retorno sobre o Investimento Residual – RROI e o Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações/Exaustões e Amortizações – EBITDA. De posse dos indicadores, com a apresentação por empresa, fez-se um breve comentário a partir da análise dos resultados.

Tabela 1 – Resumo dos Indicadores da Empresa Alpargatas S/A

<i>Alpargatas S/A</i>					
	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>
ROA	5,471%	10,572%	8,842%	7,480%	7,038%
ROE	11,142%	25,056%	21,781%	17,808%	17,724%
ROI	7,47%	14,41%	12,21%	10,45%	9,87%
RROI	-5,9%	1,0%	-1,2%	-3,0%	-3,5%
EBITDA (R\$ em milhares)	494.400,00	413.700,00	404.500,00	400.300,00	297.600,00
EVA (R\$ em milhares)	(75.840,64)	(6.311,92)	(25.458,23)	(70.032,29)	(105.668,85)

Fonte: elaborado pela autora.

Verifica-se que no período analisado, de 2009 a 2013, houve destruição de valor para a empresa Alpargatas. Contudo, observa-se que os indicadores de mercado apresentaram-se positivos, com exceção do indicador Retorno sobre o Investimento Residual – RROI. Percebe-se que o RROI é o indicador que mais se aproxima da realidade do Valor Econômico Agregado, pois considera em seu cálculo o custo de capital investido.

Tabela 2 – Resumo dos Indicadores da Empresa Cambuci S/A

Cambuci S/A					
	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	50,21%	62,71%	78,28%	71,80%	70,48%
ROE	-810,247%	33,294%	17,885%	-101,143%	2,075%
ROI	78,77%	15,42%	10,02%	-3,26%	10,38%
RROI	66,1%	2,7%	-2,7%	-16,0%	-2,3%
EBITDA (R\$ em milhares)	35.200,00	23.917,00	26.370,00	(1.322,00)	376.830,00
EVA (R\$ em milhares)	46.453,89	1.086,66	(7.037,01)	(27.291,62)	(4.699,68)

Fonte: elaborado pela autora.

Para a empresa Cambuci observa-se que no ano de 2012 os indicadores de mercado apresentam-se de forma mais adequada a relação com o Valor Econômico Agregado, entretanto o Retorno Sobre o Ativo - ROA apresentou-se positivo quando houve destruição de valor econômico. É importante ressaltar que o valor negativo calculado para o Retorno sobre o Patrimônio – ROE no ano de 2009 deve-se ao elevado valor de Prejuízo Acumulado presente no Patrimônio Líquido do ano de 2008, e considerando a média dos anos para o cálculo do ROE do ano de 2009, este apresentou-se negativo. Percebe-se, como já identificado anteriormente, que para a empresa Cambuci o RROI é o indicador que melhor se relaciona com o EVA.

Tabela 3 – Resumo dos Indicadores da Empresa Grendene S/A

Grendene S/A					
	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	5,88%	7,31%	6,11%	11,04%	11,31%
ROE	19,56%	19,90%	17,57%	22,90%	21,58%
ROI	6,40%	7,98%	6,57%	11,96%	12,32%
RROI	-6,3%	-4,7%	-6,1%	-0,7%	-0,4%
EBITDA (R\$ em milhares)	177.100,00	240.500,00	216.200,00	394.500,00	435.900,00
EVA (R\$ em milhares)	(102.140,71)	(97.892,59)	(119.163,12)	(26.167,10)	(14.089,61)

Fonte: elaborado pela autora.

Os indicadores de mercado calculados não apresentam relação com o Valor Econômico Agregado para a empresa Grendene. Observa-se que, com exceção do RROI, todos os outros índices apresentam-se positivos enquanto que está havendo destruição de valor. E mais uma vez é possível identificar o RROI como o indicador que mais se relaciona com os valores calculados para o EVA.

Tabela 4 – Resumo dos Indicadores da Empresa Vulcabras/Azaleia S/A

<i>Vulcabras/Azaléia S/A</i>					
	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	10,18%	7,78%	-9,96%	-4,70%	-0,45%
ROE	33,05%	24,81%	-85,11%	-281,65%	-182,12%
ROI	13,74%	10,22%	-12,32%	-5,93%	-0,59%
RROI	1,0%	-2,5%	-25,0%	-18,6%	-13,3%
EBITDA (R\$ em milhares)	235.526,00	289.400,00	(99.500,00)	101.900,00	131.900,00
EVA (R\$ em milhares)	6.497,10	(37.165,26)	(320.964,31)	(201.185,52)	(127.061,05)

Fonte: elaborado pela autora.

Constata-se que os indicadores calculados para a empresa Vulcabras/Azaleia são os que melhores relacionam-se com a verdadeira geração de valor da empresa. Observa-se que para os anos de 2009, 2011, 2012 e 2013 todos os indicadores calculados mostram-se positivos ou negativos de acordo com a criação ou destruição de valor identificada com o cálculo do Valor Econômico Agregado. Contudo, para o ano de 2010 os indicadores de mercado, exceto o RROI, não conseguiram expor a verdadeira situação da empresa com relação à criação ou destruição de valor para o acionista.

Apesar de uma comparação simples é possível chegar a importantes conclusões. Primeiramente, analisando apenas o Valor Econômico Agregado, que as empresas do setor calçadista brasileiro apresentam uma destruição de valor para os seus acionistas. Considerando a comparação com indicadores de mercado, percebe-se que estes podem apresentar um resultado positivo, ainda que as empresas não estejam efetivamente gerando valor.

O indicador que melhor relacionou-se com os valores obtidos com o EVA foi o RROI, por este considerar o custo do capital investido, diferentemente dos demais. Diante deste fato, acredita-se que o uso do indicador EVA captura algumas observações não mensuradas pelas tradicionais medidas financeiras. O diferencial do EVA está na sua capacidade

de priorizar o longo prazo, a continuidade da empresa, pois apenas com a efetiva geração de valor é que a organização conseguirá ajustar-se as transformações do mercado, mantendo sua capacidade de competir.

Os resultados revelam que apenas a utilização do lucro calculado pela contabilidade não evidência a capacidade de competitividade de uma empresa. Portanto, comprava-se a importância da utilização da metodologia Valor Econômico Agregado, para se efetivamente obter a agregação de valor e, com isso, atender as exigências do mercado que avaliam os resultados a partir da maximização do valor do acionista.

5 CONCLUSÕES

A criação ou destruição de valor de uma organização não pode ser identificada apenas com a utilização de dados encontrados nos Demonstrativos Financeiros da entidade. Os métodos tradicionais de análise financeira, assim como o lucro contábil apurado, consideram em suas metodologias resultados não-operacionais, e desconsideram uma importante variável: o custo do capital próprio. Desta forma, a maximização da riqueza para o acionista e a verificação da geração de riqueza suficiente para cobrir todos os custos é prejudicada.

No intuito de suprir a necessidade de investidores e administradores quanto à criação de valor de suas empresas, tem-se uma importante ferramenta de gestão empresarial: o Valor Econômico Agregado – EVA. Baseada na criação de valor e não no lucro contábil, esta ferramenta aponta as formas de maximização de riqueza do acionista, servindo de instrumento de decisão na aceitação ou rejeição de propostas de investimentos. Seu conceito é simples, para a criação de valor deve-se obter um Retorno sobre o Investimento superior ao Custo de Capital investido.

O objetivo geral deste estudo consistiu em verificar a associação entre o Valor Econômico Agregado comparativamente aos indicadores de mercado das empresas do setor calçadista. Assim, realizou-se uma pesquisa descritiva com uma abordagem qualitativa. Coletou-se os dados, das Demonstrações Financeiras de 2009 a 2013 das empresas listadas em Bolsa, do segmento calçadista brasileiro, para o cálculo do Valor Econômico Agregado e de alguns índices de mercado.

Os resultados do estudo mostram que ao desconsiderar o Custo do Capital Próprio, os indicadores tradicionais de mercado geram valores inconsistentes quanto ao valor efetivamente agregado pela empresa. Constatou-se que, na maioria dos anos analisados, os indicadores de mercado apresentaram valores divergentes com relação à agregação de valor. Enquanto os índices de mercado apresentavam-se positivos a empresa estava destruindo valor, como foi possível verificar no período de 2009 a 2013 para as empresas Alpargatas e Grendene. Observou-se ainda, que o Indicador de Mercado que melhor se relaciona com o EVA é o Retorno sobre o Investimento

Residual – RROI, haja visto que o mesmo considera em seu cálculo o Custo do Capital Investido.

Portanto, evidencia-se a importância da utilização da metodologia Valor Econômico Agregado, para se efetivamente obter a agregação de valor pelas empresas, pois somente com a utilização de indicadores de mercado tradicionais, não é possível afirmar seguramente que estas empresas criaram ou destruíram valor. Com isso, destaca-se a necessidade de utilizar-se desta valiosa ferramenta de gestão que é o EVA.

Como limitações desta pesquisa, ressalta-se as restrições quanto a obtenção dos dados para o cálculo do Custo de Capital Próprio. Outro fator está relacionado ao tipo de EVA calculado, utilizou-se a metodologia Básico obtido através do lucros operacionais e balanços não ajustados. Recomenda-se uma pesquisa com a utilização da metodologia de cálculo do EVA Verdadeiro, que considera todos os ajustes relevantes dos dados contábeis publicados, para se alcançar uma medida mais precisa do valor econômico. Assim como, a verificação desta relação entre outros setores da economia.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro, comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BEUREN, Ilse Maria (Org.) **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed.3. reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

BM&FBOVESPA. **Informações por empresa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 10 mai. 2014.

CRUZ, Ulisses Oliveira. **Proposta para divulgação do Valor Econômico Agregado: um estudo segundo a legislação societária brasileira e os US GAAP em empresas de alto nível de governança corporativa**. 2006. Monografia (Graduação) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

CVM. **Informações**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 05 jan. 2014

EHRBAR, Al. **EVA: Valor Econômico Agregado - a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREZATTI, Fábio. Indicadores financeiros de longo prazo: comparação entre o retorno sobre o investimento e o lucro residual. **Revista de Administração**, São Paulo v. 36, n. 1, p. 35-45, 2001. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/16558/indicadores-financeiros-de-longo-prazo--comparacao-entre-o-retorno-sobre-o-investimento-e-o-lucro-residual>>. Acesso em: 02 jun. 2014.

INSTITUTO ASSAF. **WACC por setor da economia**. Disponível em: <http://www.institutoassaf.com.br/2012/painel.aspx> . Acesso em: 24 abr. 2014

KAPLAN, Robert S., COOPER, Robin. **Custo e desempenho**: administre seus custos para ser mais competitivo. São Paulo: Futura, 1998.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia; ASSAF NETO, Alexandre. Índice de Especulação de Valor Agregado – IEVA. **Revista Contabilidade & Finanças**. USP, São Paulo, n. 30, p.32-45, set./dez., 2002.

LAMOUNIER, W. M.; CRUZ, U. O.; COLAUTO, R. D. Valor Econômico Agregado e Lucro Contábil: Evidências Novo Mercado. **RC&C - Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 3, p. 185-199, 2009. Disponível em: <http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/rcc/article/view/20658/13787>. Acesso em: 20 nov.2013.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial**: um enfoque em sistema de informação contábil. São Paulo: Atlas, 2000.

PEREZ JR, José Hernandez; OLIVEIRA, Luís Martins de; COSTA, Rogério Guedes. **Gestão estratégica de custos**. São Paulo: Atlas, 1999.

PIRES, E. A.; PANHOCA, L.; BANDEIRA, G. L. R. Análise da influência do modelo dinâmico na geração de valor econômico agregado nas empresas calçadistas listadas na Bovespa nos anos de 2005, 2006 e 2007. **Revista Gestão Organizacional**, v. 3, n. 2, art. 6, p. 225-237, 2010. Disponível em: <http://spell.org.br/documentos/ver/1823/analise-da-influencia-do-modelo-dinamico-na-ger--->>. Acesso em: 04 jul. 2013.

PORTER, Michael E. **Vantagem competitiva**: criando e sustentado um desempenho superior. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

SAMPIERI, Roberto Hernández. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SANTOS, Joel José dos. **Análise de custos**: um enfoque gerencial. São Paulo: Atlas, 1987.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo; PINHEIRO, Paulo Roberto. **Fundamentos de gestão estratégica de custos**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; MARTINS, Marco Antônio. **Avaliação de empresas**: foco na análise de desempenho para o usuário interno : teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2006.

STEWART, G. Bennett. **Em busca do valor**. Porto Alegre: Bookman, 2005.