

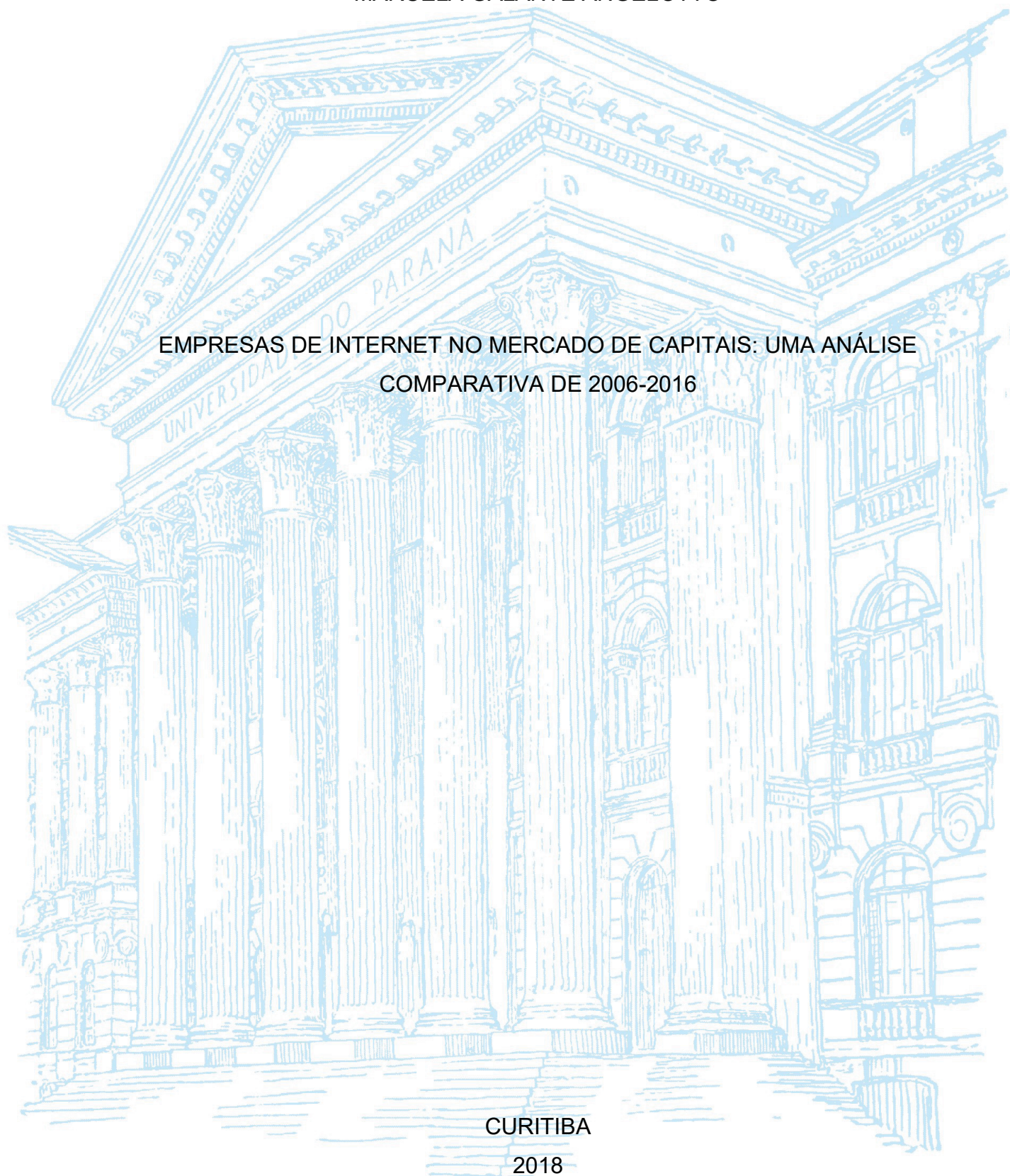
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MARCELA GALANTE ANGELOTTO

EMPRESAS DE INTERNET NO MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE
COMPARATIVA DE 2006-2016

CURITIBA

2018



MARCELA GALANTE ANGELOTTO

EMPRESAS DE INTERNET NO MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE
COMPARATIVA DE 2006-2016

Monografia apresentada ao curso de Pós-Graduação em Gestão Contábil e Tributária, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Gestão Contábil e Tributária.

Orientador: Prof. Dr. Claudio Marcelo Edwards Barros

CURITIBA

2018

RESUMO

A internet tem sido polêmica e transformadora desde seu início. Em um período de apenas 50 anos conseguiu penetrar profundamente em nossa sociedade de forma jamais prevista revolucionando mercados e estilos de vida. Alguns dos visionários e grandes empreendedores enxergaram o potencial da internet e investiram nisso apostando nos resultados que viriam. O intuito deste trabalho é expor o crescimento que esses desbravadores previram (e contribuíram). Utilizando a base de dados da *Standard & Poor's 500*, extraída do terminal *Bloomberg*, propõe-se fazer um comparativo de desempenho e valoração das empresas, essencialmente, de internet (e não apenas utilitárias desta) e das empresas que não são de internet. Espera-se, com isso, poder evidenciar o crescimento exponencial das primeiras relativamente as segundas. Após a exposição dos números e dos gráficos, seguirá uma análise dos dados para tentar esclarecer as possíveis causas e consequências.

Palavras-chave: Empresas de Internet 1. Standard & Poor's 500 2. Crescimento exponencial 3. Mercado de capitais 4. Internet 5.

ABSTRACT

The internet has been polemic and transforming since it's beginning. In a period of only 50 years it's managed to deeply penetrato our society in ways never seen before, revolutionizing markets and lifestyles. Some of the visionaries and big entrepreneurs of the time saw the potential of the internet and invested on it, betting on the results that would come. The purpose of this paper is to show the growth these pioneers had foreseen (and contributed). Using the database from *Standard & Poor's 500*, extracted from terminal *Bloomberg*, it's proposed to create a comparison of performance and valuation of, essentially, internet companies (and not merely users of internet) versus non-internet companies. It's expeted, with this, to be able to evidence the exponential growth of the first ones in comparison with the second ones. After the exposure of the numbers and graphics, it will follow na analysis of the data to try to clarify the possible causes and consequences.

Keywords: Internet companies 1. Standard & Poor's 2. Exponential growth 3. Capital maret 4. Internet 5.

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 - Ebitda sobre Receita | 15 |
| Gráfico 2 - Endividamento sobre o ativo | 16 |
| Gráfico 3 - EVA sobre o ativo | 17 |
| Gráfico 4 - Q de Tobin | 18 |
| Gráfico 5 - Capitalização de mercado sobre ativos | 19 |
| Gráfico 6 - Valor de Mercado Adicionado sobre ativos | 20 |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 4 |
| 1.1 JUSTIFICATIVA | 5 |
| 1.2 OBJETIVOS | 5 |
| 1.2.1 Objetivo geral | 5 |
| 1.2.2 Objetivos específicos..... | 5 |
| 1.3 METODOLOGIA..... | 6 |
| 1.3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AOS OBJETIVOS | 6 |
| 1.3.2 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AO PROBLEMA DE PESQUISA | 6 |
| 1.3.3 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AOS PROCEDIMENTOS | 7 |
| 2 REVISÃO DE LITERATURA | 8 |
| 2.1 CONTEXTO HISTÓRICO..... | 8 |
| 2.2 INDICADORES | 10 |
| 2.2.1 Indicadores de desempenho | 10 |
| 2.2.2 Indicadores de valoração | 12 |
| 3 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS | 15 |
| 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 21 |
| REFERÊNCIAS..... | 23 |

1 INTRODUÇÃO

A internet revolucionou nosso mundo. Nascida de forma rudimentar a partir de necessidades militares nos anos 60, num intervalo de aproximadamente 50 anos conseguiu penetrar profundamente em nossa sociedade de forma jamais prevista, criando mercados novos e inovando dentro dos já existentes. Até o momento, nem mesmo uma bolha especulativa foi capaz de parar o processo de crescimento das empresas do setor de internet. O que começou como uma ferramenta rebuscada para proteger informação confidencial, hoje é um instrumento utilizado para as atividades mais cotidianas. A internet tem sido polêmica e transformadora desde seu início e o seu exponencial desenvolvimento e disseminação na sociedade a tornaram o principal fenômeno da Terceira Revolução Industrial.

O que sabemos hoje é que não se pode prever um limite para as possibilidades da internet. Implacável até para as empresas mais sólidas (que podem tornar-se ultrapassadas ou ineficientes em questão de meses), o fenômeno *online* torna as atividades mais complexas e demoradas em instantâneas. Todos os dias surgem novas empresas e tecnologias que empurram esse limite para um horizonte ainda mais distante, *startups*¹ emergem diariamente com cada vez mais potencial (e investimentos), novos aplicativos nascem enquanto outros morrem, notícias globais são disseminadas em segundos, até mesmo as formas de relação humana foram revolucionadas por redes sociais e transmissões ao vivo. Portanto, se “a imaginação não tem limites”, a internet muito menos.

Neste trabalho, utiliza-se a base de dados da *Standard & Poor's 500*, extraída do terminal *Bloomberg*, para buscar compreender o processo de desenvolvimento das empresas de internet entre os anos 2006 e 2016 em comparação com as empresas de outros setores, que chamaremos de empresas “não-internet”. A proposta é de evidenciar, de forma gráfica e visual, a comparação dessas empresas no que diz respeito à performance e valorização de mercado. Para tanto, haverá inicialmente uma contextualização histórica – que poderá, em muito,

¹ Segundo Falcão (2017), startups são “empresas que criam modelos de negócios altamente escaláveis, a baixos custos e a partir de ideias e tecnologias inovadoras. (...) são mais frequentes na internet porque, em todos os sentidos, é bem mais barato criar uma empresa de software do que uma indústria”.

elucidar os próprios resultados – e, em seguida, a apresentação dos resultados buscando explicar o comportamento dos indicadores.

1.1 JUSTIFICATIVA

A infiltração generalizada da internet no mercado mundial torna cada vez mais necessário seu bom entendimento. É nítido seu impacto na sociedade, principalmente no que diz respeito à disseminação de informação e otimização de processos; que foram capazes não só de levar a acessibilidade de conhecimento a um outro patamar como revolucionar a metodologia das empresas, evidenciar a importância da P&D e, inclusive, criar sua própria indústria.

O ramo da internet bem como sua capacidade de gerar novos processos de produção possibilitou a obtenção de vantagens e a sucessão de grandes efeitos econômico-financeiros. Sua exponencial disseminação dos últimos 30 anos o tornou um ramo digno de atenção no mercado acionário. Portanto, o estudo dessa indústria é crucial para gerenciar as expectativas de mercado, uma vez que as variações destas dependem substancialmente das análises de valoração e desempenho das empresas envolvidas, tal como é proposto nesse projeto e outros similares,

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo deste trabalho é visualizar a situação das empresas de capital aberto do setor de internet no que diz respeito a desempenho e valoração no mercado no período situado entre 2006 e 2016, comparativamente às empresas de capital aberto dos outros setores no mesmo período.

1.2.2 Objetivos específicos

(i) Levantar informações disponíveis na base de dados *Standard & Poor's 500*, extraída do terminal *Bloomberg*, para reunir os indicadores das empresas dentro do mercado de ações; (ii) consolidar os dados e informações levantados para criar gráficos elucidativos acerca dos indicadores relevantes; (iii) analisar o

comportamento dos indicadores das empresas de internet em comparação aos indicadores das empresas de outros setores com base nos resultados e gráficos obtidos; (iv) buscar explicar por meio do contexto os resultados obtidos.

1.3 METODOLOGIA

1.3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AOS OBJETIVOS

Segundo Raupp (2006), no contexto da pesquisa descritiva, “descrever” significa, entre outros aspectos, identificar, relatar, comparar. O presente trabalho pois então, caracteriza-se como uma pesquisa de caráter descritivo, isto é, que busca interpretar os dados – utilizando-se de ferramentas estatísticas – e descrever os fatos, sem causar interferência a nenhum deles.

Considerando-se que o objetivo deste estudo é o de identificar e relatar o atual cenário do mercado de ações, além de comparar indicadores de empresas de um setor específico com empresas de outros setores, a caracterização se aplica de forma clara. Ademais, seu aprofundamento intermediário, também condiz com o conceito de Raupp (2006) de uma pesquisa de complexidade situada entre as pesquisas exploratória e explicativa, não tão preliminar quanto primeira e nem tão aprofundada quanto a última.

1.3.2 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AO PROBLEMA DE PESQUISA

Para o estudo em questão, a base de dados do relatório S&P 500 (*Standard & Poor's 500*) foi tratada considerando-se as medianas de indicadores de valoração e de desempenho. Tais resultados foram então individualmente traduzidos para gráficos de forma a tornar a análise comparativa a mais elucidativa possível. Mais especificamente, a base de dados foi dividida em duas com o intuito de comparar empresas do setor de internet e empresas de outros setores (não internet). A comparação foi feita considerando 6 indicadores – especificados mais à frente –, calculados trimestralmente entre os anos de 2006 e 2016, totalizando 448 amostras para as empresas de internet e 21.569 amostras para as empresas não-internet.

A aplicação de instrumentos estatísticos na pesquisa, por mais simples que sejam, torna evidente sua caracterização quantitativa que, segundo Richardson

(1999, *apud* Raupp, 2006), é frequentemente aplicada aos estudos descritivos que se concentram nas relações entre variáveis e a causalidade entre fenômenos, o que claramente é a intenção do estudo em questão.

1.3.3 TIPOLOGIA DA PESQUISA QUANTO AOS PROCEDIMENTOS

No que diz respeito à abordagem dos procedimentos, o trabalho apresenta um estudo de caso das empresas do setor de internet, seu papel no mercado acionário e seus aspectos de destaques quando comparadas a empresas de outros setores. Foram utilizados como base para análise e comparação, o contexto histórico de cada setor, indicadores de valoração e indicadores de desempenho, o que demonstra o emprego substancial de pesquisa bibliográfica para elaborar sobre o assunto.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 CONTEXTO HISTÓRICO

Historicamente, o nascimento da internet está atrelado às necessidades militares e acadêmicas. Por volta da década de 60, no contexto da Guerra Fria, surgiu nos Estados Unidos uma preocupação com a segurança das redes de comunicação. Com o apoio financeiro do governo norte-americano, centros de pesquisa militares e universitários conceberam, em 1969, a ARPANET². Em essência, a ideia era de que a rede pudesse sobreviver à retirada ou destruição de qualquer computador ligado a ela e até a destruição nuclear de toda a infraestrutura de comunicações (ABREU, 2009).

“No início, tratava-se de uma rede limitada (Arpanet), compartilhando informação entre universidades ‘hi-tec’ e outros institutos de pesquisa. Graças ao tipo de informação que estava sendo compartilhada, um elemento essencial de sua razão de ser era que a rede pudesse sobreviver à retirada ou destruição nuclear de toda a ‘infra-estrutura’ de comunicações. Essa era a visão do Pentágono. A visão das universidades era que a Net oferecia ‘acesso livre’ aos usuários professores e pesquisadores, e que eram eles comunicadores” (BURKE & BRIGGS, 2002, p. 310)

A medida que a consciência do potencial comercial desse tipo de rede foi ampliada começaram a surgir os primeiros provedores de serviços comerciais, como a CompuServe, em 1979 e a AOL, em 1983. Apesar dessas iniciativas, a rede seguia sendo utilizada basicamente nos âmbitos acadêmico e militar. Finalmente, em 1989, o pesquisador inglês Tim Berners-Lee propôs a *World Wide Web*, a rede mundial de computadores utilizada até hoje. Segundo Abreu (2009), Tim “imaginava a possibilidade de integrar seu computador numa rede mundial onde cada computador fosse um arquivo desta mesma rede, podendo ser acessado por qualquer computador ligado à NET” (p. 3, 2009). Ainda de acordo com Abreu (2009) o pesquisador desejava manter a Internet aberta, livre e sem proprietários.

“Antes de Berners-Lee, já haviam sido estabelecidas algumas convenções da internet. Os usuários selecionavam protocolos. O símbolo @ nos endereços de e-mail foi introduzido quando as mensagens circulavam somente nos meios acadêmicos. Em 1986 surgiram as abreviações ‘com’, para comércio, ‘mil’, para forças armadas, ‘ed’ para educação” (BURKE & BRIGGS, 2002, p. 313-314)

² *Advanced Research Projects Agency Network*

Ao longo dos anos 1990, a internet difundiu-se com impressionante agilidade, causando enormes impactos na cultura e no comércio. As possibilidades comerciais despertaram o interesse de visionários e empreendedores resultando na fundação de empresas – hoje gigantes - como Google (1998), Amazon (1994), Yahoo (1995) e Ebay (1995). Serviços de acesso remoto, correio eletrônico (*e-mails*), motores de busca, sites colaborativos, transmissão de mídias, compartilhamento de arquivo, redes sociais, dentre outras possibilidades, formavam um espaço que passou a ser denominado “cibermundo” ou “ciberespaço”.

“Um cibernauta podia olhar ao redor e perambular nesse novo cibermundo, um mundo em que as crianças podiam passear, e no qual uma antiga palavra ‘comunidade’, sempre difícil de definir, trouxe significados novos e discutíveis. A ‘comunidade virtual’ parecia ter sido fomentada além do tempo e do espaço. Em que ela diferia da ‘comunidade real’?” (BURKE & BRIGGS, 2002, p. 326)

Seguindo essa linha de crescimento desmedida, surgiram as primeiras IPOs (*Initial Public Offering*), ou seja, essas empresas passaram a ser vendidas na bolsa de valores ao público, se tornaram empresas de capital aberto. A IPO da Yahoo foi em 1996, seguida pela Amazon, em 1997, e Ebay em 1998. A própria NASDAQ, segundo maior mercado de ações do mundo, inclusive, surgiu em razão do *boom* tecnológico.

“As ações da empresa NASDAQ, de alta tecnologia, começaram a ser listadas separadamente nos Estados Unidos em 1993; quase imediatamente revelaram-se ações de alto rendimento embora também de alto risco, e foram saudadas como fundamentais a uma ‘nova economia’.” (BURKE & BRIGGS, 2002, p. 330)

Segundo Burke e Briggs (2002, p. 329) em 1999 havia manchetes de jornais britânicos dizendo “Os preços da Internet trazem alegria para os compradores da High Street” ou “A alta tecnologia significa melhor negócio para todos” e falava-se até num “e-Natal”. O exponencial crescimento e valoração das chamadas empresas “ponto com” culminou na Bolha da Internet em 2000 e em 2001 muitas dessas empresas foram vendidas, incorporadas ou simplesmente quebraram. Apesar dessa “complicação”, as possibilidades do ciberespaço garantiram que a rede seguisse em crescente expansão. Ainda nos anos 2000 a internet começou a fazer parte do dia a dia da população urbana comum, para manter-se informado ou encontrar entretenimento. Ganharam força as famosas salas de bate-papo, portais de notícias e as redes sociais, como o Friendster (2002) e o MySpace (2003). No Brasil, havia o Orkut (2004) e em seguida o Facebook (2006), que continua bastante ativo até hoje.

Por fim, a década de 2010 prova a irreversível consolidação da internet, não apenas pela sua indispensabilidade na rotina da população urbana como também pela sua capacidade de tornar serviços de rádio, telefonia e televisão praticamente obsoletos. Quando se fala em “indispensável”, refere-se ao cenário onde pessoas usufruem de aplicativos e sites para atividades diárias básicas, como comunicação (ex.: Whatsapp, Messenger, Skype), transporte (ex.: Uber, Cabify, 99táxis), relacionamentos (ex.: Facebook, Instagram, Twitter), entretenimento e mídia (ex.: Netflix, Spotify, Youtube) e transações financeiras (ex.: aplicativos bancários, Nubank, Banco Original). Há ainda os mais radicais, que dependem de aplicativos para gerenciar suas agendas, fazer exercícios, seguir dietas, aprender línguas, controlar despesas, pedir comida *delivery*, etc.

2.2 INDICADORES

Para fins deste estudo, foram selecionados da base do S&P 500, 6 (seis) indicadores. Sendo 3 (três) deles, indicadores de desempenho: (i) Ebitda sobre Receita, (ii) Endividamento sobre o ativo e (iii) EVA sobre o ativo. Os outros 3, indicadores de valoração: (i) Q de Tobin, (ii) Capitalização de mercado sobre ativos e (iii) MVA sobre o ativo. Estes indicadores foram selecionados visando abranger os aspectos de performance e de expectativas de mercado à análise comparativa.

2.2.1 Indicadores de desempenho

(i) Ebitda sobre receita

Etimologicamente, Ebitda é sigla para *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*. Traduzindo para o português temos o Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), porém, como em tantos outros casos, o termo em inglês é o mais utilizado.

Cálculo:

$$\begin{aligned}
 & \text{Lucro Líquido do período} \\
 & + \text{Depreciação e Amortização} \\
 & + \text{Despesas Financeiras} \\
 & + \text{Impostos de renda e contribuição social.} \\
 & \quad \quad \quad = \text{EBITDA}
 \end{aligned}$$

O Ebitda é um indicador apurado a partir da demonstração de resultados das empresas. Segundo Frezatti e Aguiar (2007) “seu mérito consiste em ser uma aproximação do caixa operacional gerado no período, calculado com relativa facilidade”. Braga e Iço (2001) apontam que sua origem se constituiu a partir da necessidade de indicar o bom desempenho operacional apesar dos resultados contábeis negativos. Dessa forma, em um cenário de crise ou de atividades econômicas desestimuladas por exemplo, as empresas podem dar ênfase ao desempenho de suas atividades e à real geração de caixa operacional ao invés de orientarem-se apenas pelo lucro líquido, ou mais provavelmente, prejuízo.

“Existem despesas que mesmo ocorrendo, direta ou indiretamente, por decisão da Administração da empresa não decorrem da respectiva atividade operacional, como a parcela de depreciação acelerada, o acréscimo das despesas financeiras proveniente da elevação da taxa de juros, impostos incidentes sobre o lucro e desvalorização cambial, para aquelas com despesas financeiras em dólar. Despesas como essas mascaram o lucro, inclusive levando muitas empresas a apresentarem resultado negativo, quando o resultado da atividade, muitas vezes, cresceu comparativamente com o mesmo resultado do ano anterior. Com a Ebitda as empresas chamam a atenção do usuário para o fato de que, apesar da possível ocorrência de eventos desfavoráveis, melhoraram o rendimento operacional.” (BRAGA, IÇO, 2001, pg.13)

Colocando o Ebitda sobre a receita, surge um indicador relativo para a proporção da receita proveniente da atividade operacional em relação à receita total e dessa forma pode-se ter uma visão clara do desempenho daquela empresa.

(ii) Endividamento sobre o ativo

Tipicamente, o termo “endividamento” diz respeito ao quanto uma empresa tem em dívida sobre seu patrimônio e ativo, isto é, quanto o ativo de uma empresa está comprometido com a liquidação de dívidas. Para identificar essa proporção em porcentagem utiliza-se o índice de endividamento geral (EG), calculado a partir da soma do total do passivo dividido pela soma do total do ativo multiplicado por 100 ($\text{Passivo} / \text{Ativo} \times 100 = \text{EG}$).

No caso deste estudo, o endividamento de que se fala é o que trata efetivamente da dívida e não do total passivo, isto porque, o passivo possui provisões que não são dívida como por exemplo salários e outras contas a pagar. Esse endividamento - comumente utilizado na avaliação de empresas - que não é verdadeiramente dívida é desconsiderado do indicador deste trabalho. Aqui,

considera-se apenas o que é passivo oneroso, aquele que de fato possui custo para carregar, portanto empréstimos e/ou financiamentos.

(iii) E.V.A. sobre o ativo

E.V.A. é sigla para *Economic Value Added*, em português, Valor Econômico Adicionado. Este indicador representa o lucro econômico da empresa, ou seja, a real lucratividade dela. É calculado considerando o lucro líquido menos o custo de oportunidade do capital investido por credores e acionistas (como forma de compensar o risco assumido no negócio). De acordo com Stephens e Bartunek, o E.V.A. é o “balanço comparativo entre a rentabilidade da companhia frente ao capital que ela aplicou para gerar essa rentabilidade” (1997 apud Fischmann e Zilber, 2018).

Para fins deste estudo, o terceiro indicador de desempenho representa o lucro econômico sobre o ativo, isto é, o total investido (investimento circulante + investimento não circulante) e será utilizado para identificar a criação (ou destruição) de valor. Para os acionistas esse é um indicador crucial pois demonstra se o capital foi bem investido e poderá dar retorno. Para Fischmann e Zilber (2018) o E.V.A. seria o combustível de alavancagem para o M.V.A. (*Market Value Added* ou, em português, Valor de Mercado Adicionado), um dos indicadores de valoração que será explorado mais à frente.

2.2.2 Indicadores de valoração

(i) Q de Tobin

O Q de Tobin é um indicador bastante particular. É definido como “o quociente entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos” (Famá, 2009), ou seja, se trata de uma razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto de ativos.

Fórmula:

$$q = \text{VMA} + \text{VMD} / \text{VRA}$$

O VMA é o valor de mercado das ações, ou seja, o capital próprio da firma; o VMD é o valor de mercado das dívidas, isto é, o capital de terceiros; e o VRA é o valor de reposição dos ativos da firma. O VRA é definido por Lindenberg e Ross (1981, *apud* Famá, 2009) como “o desembolso monetário necessário para comprar a capacidade produtiva da firma ao mínimo custo e com a tecnologia mais moderna disponível”.

Nesse entendimento, um $q > 1$ significa que há um incentivo para investir, pois o custo do investimento, o VRA, é inferior ao valor da empresa. Analogamente, se $q < 1$, não há razões para investir. Isso puxa, ainda, a sinalização de eficiência dos investimentos da empresa, pois o indicador maior que 1 pode apontar que a companhia está deixando de investir em projetos rentáveis, ao passo que o q de Tobin abaixo de 1 mostra uma alocação de recursos em projetos que destroem valor. Um q próximo ou igual a 1, entretanto, pode atestar uma maximização das oportunidades disponíveis.

Segundo Colauto, Nogueira e Lamounier (2009), estudos com aplicações de medidas financeiras com base no mercado como a proposta do Q de Tobin ainda são incipientes na literatura. Para Famá (2000), o sucesso da aplicação dessa variável está diretamente ligado à sua riqueza de interpretações. Neste trabalho ele será utilizado com foco no incentivo e na eficiência dos investimentos das empresas.

(ii) Capitalização de mercado sobre ativos

A capitalização de mercado, ou também chamada de capitalização bolsista, é provavelmente o indicador mais famoso deste estudo, utilizado mesmo entre leigos. Resumidamente, trata-se do valor das ações da empresa de acordo com a cotação do mercado acionário.

A capitalização de mercado é usada como uma estimativa do valor de mercado segundo as expectativas econômicas e monetárias da empresa, e comumente utilizada como uma proxy para a opinião pública. É um indicador, portanto, muito suscetível a divulgação de resultados e a disseminação de informações na mídia que impliquem nas atividades da companhia, seja de forma positiva ou negativa (ex.: um novo CEO assume a direção da empresa, uma auditoria externa polêmica; uma parceria ou aquisição, etc.)

(iii) Valor de mercado adicionado sobre ativos

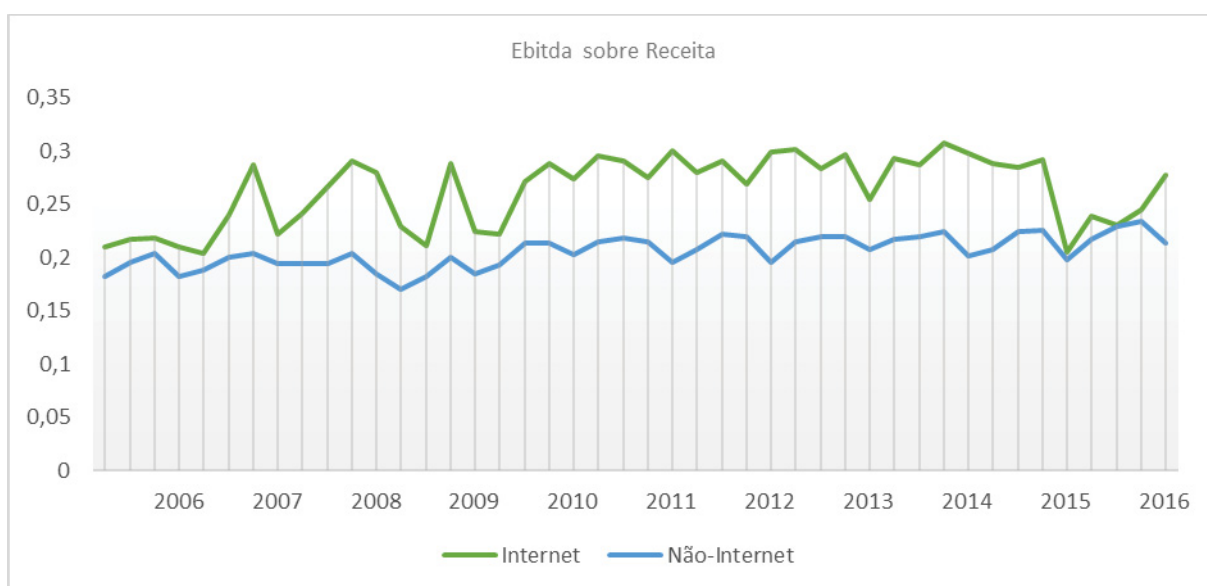
Usualmente associado ao EVA, o MVA (Market Value Added, no português Valor de Mercado Adicionado) é um indicador de criação de valor. Sua definição segundo Stewart (2005, *apud* SOBUE e PIMENTA JÚNIOR, 2012, p. 106) “é a medida do valor que uma empresa criou em excesso, sobre recursos já comprometidos com o empreendimento”. Ao passo que o EVA enfatiza o desempenho, a capacidade de geração de valor, o MVA aponta a criação de riqueza em termos da percepção de mercado.

Para Cerqueira (2007) a principal diferença entre os dois indicadores é que o EVA é baseado nos demonstrativos contábeis enquanto que o MVA incorpora a expectativa de resultados futuros da empresa. Neste projeto, colocamos o MVA sobre o ativo - assim como todos os outros indicadores - para trabalhar com a ideia da proporção que representa sobre o total investido.

3 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Agora que já foram apresentados os indicadores escolhidos, seguimos para a análise dos resultados. Conforme explicado anteriormente, os gráficos abaixo foram construídos pelo autor conforme dados tratados da base do S&P com a intenção de comparar o comportamento dos indicadores em empresas do setor de internet e empresas de outros setores (não-internet).

Gráfico 1 - Ebitda sobre Receita



FONTE: O autor (2018).

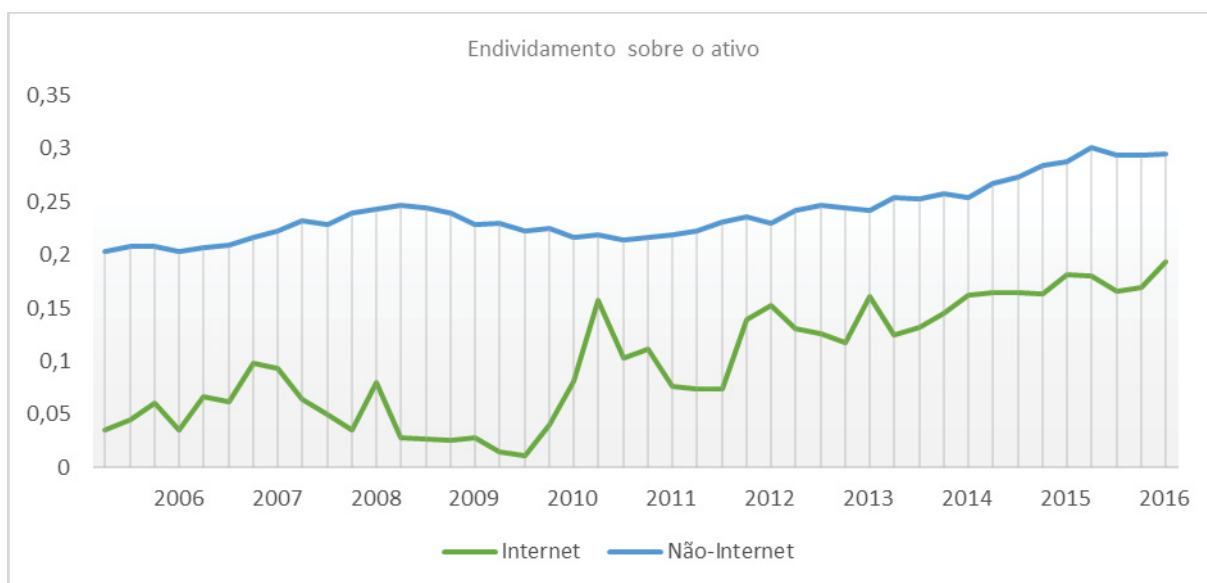
Primeiramente, a partir do GRÁFICO 1 pode-se observar que as empresas de internet possuem o indicador Ebitda sobre Receita continuamente acima das empresas de outros setores, dando margem apenas para a variação do *gap* entre eles. O índice absoluto para as empresas de internet varia entre 0,20 e 0,30, o que significa que entre 20% e 30% de suas receitas é proveniente do operacional da empresa. Analogamente, o índice das empresas não-internet fica entre 0,17 e 0,23, indicando uma receita operacional representante de 17% a 23% do total de receitas.

A primeira observação a ser feita é que as empresas de internet possuem uma receita operacional mais significativa sobre a receita total do que as empresas de outros setores. Cerca de 70-80% da receita das empresas de internet e 77-83% da receita das empresas de outros setores é oriunda de receitas não operacionais e provisões. Isso mostra que empresas não internet são, na média, mais dependentes

dessas receitas não operacionais e, portanto, estão mais suscetíveis a resultados negativos em casos de cenários de instabilidade econômica do que as empresas de internet. A diferença em pontos percentuais dentro de um agregado de empresas é pequena, mas na realidade de apenas uma única empresa, pode ser significativa.

A variação do indicador na linha do tempo, entretanto, não aponta qualquer sinal de grandes alterações no desempenho operacional das empresas da amostra. Fica a ressalva para a súbita queda do Ebitda das empresas de internet do primeiro trimestre de 2015. Segundo a base de dados, neste trimestre, mais da metade das empresas apresentaram declínio no indicador. Apesar da possível vulnerabilidade das empresas de outros setores, ambos os lados apresentam uma tendência de desempenho operacional constante.

Gráfico 2 - Endividamento sobre o ativo



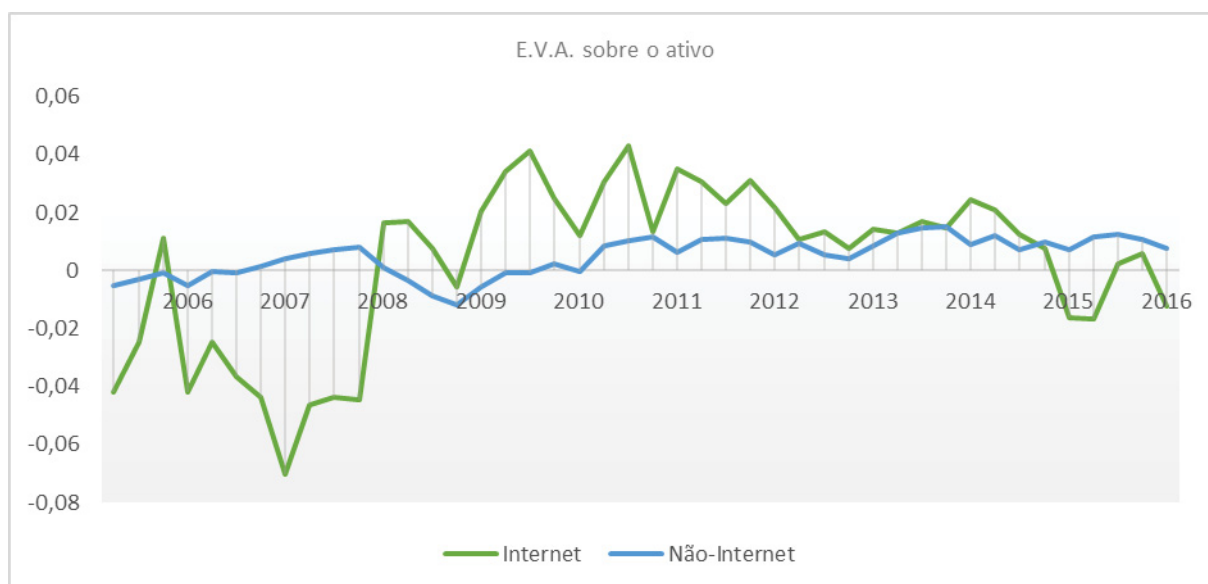
FONTE: O autor (2018).

O endividamento sobre o ativo neste trabalho, conforme foi falado na seção anterior, refere-se ao que é efetivamente dívida para a empresa, como empréstimos e financiamentos, proporcionalmente ao total investido. De acordo com o GRÁFICO 2, o índice, neste caso, ficou entre 0,2 e 0,3 para as empresas não-internet, com poucas variações e uma leve tendência de alta. Para as empresas de internet, as variações do índice são mais intensas, com alcance entre 0,1 a 0,19, e a tendência de alta é um pouco mais acentuada. A diferença na intensidade das variações, possivelmente reside no menor número de amostras de empresas de internet

quando comparado ao de empresas de outros setores. Mas ainda há uma tendência de alta mais acentuada para as primeiras do que para as segundas.

O *gap* entre os índices dos dois tipos de setores é grande e apesar da tendência de alta seria difícil prever quando (e se) as duas linhas iriam encontrar-se. Pode-se afirmar que as empresas de outros setores ainda irão se manter num patamar acima das de internet em termos de endividamento por um período indeterminado. É possível que essa diferença de estrutura seja decorrente do modelo de negócio inigualável das empresas de internet e/ou de um nicho que ainda não atingiu uma maturidade de mercado tal qual as tradicionais empresas de outros setores.

Gráfico 3 - EVA sobre o ativo



FONTE: O autor (2018).

No GRÁFICO 3, pode-se visualizar as variações no EVA sobre o ativo. Diferentemente dos dois gráficos anteriores, neste, a linha de tendência não é tão clara e existe um carregamento maior de variações. O EVA sobre o ativo, conforme foi falado, é o desempenho da geração de valor da empresa em relação ao total investido, e é um dos principais guias para a Administração.

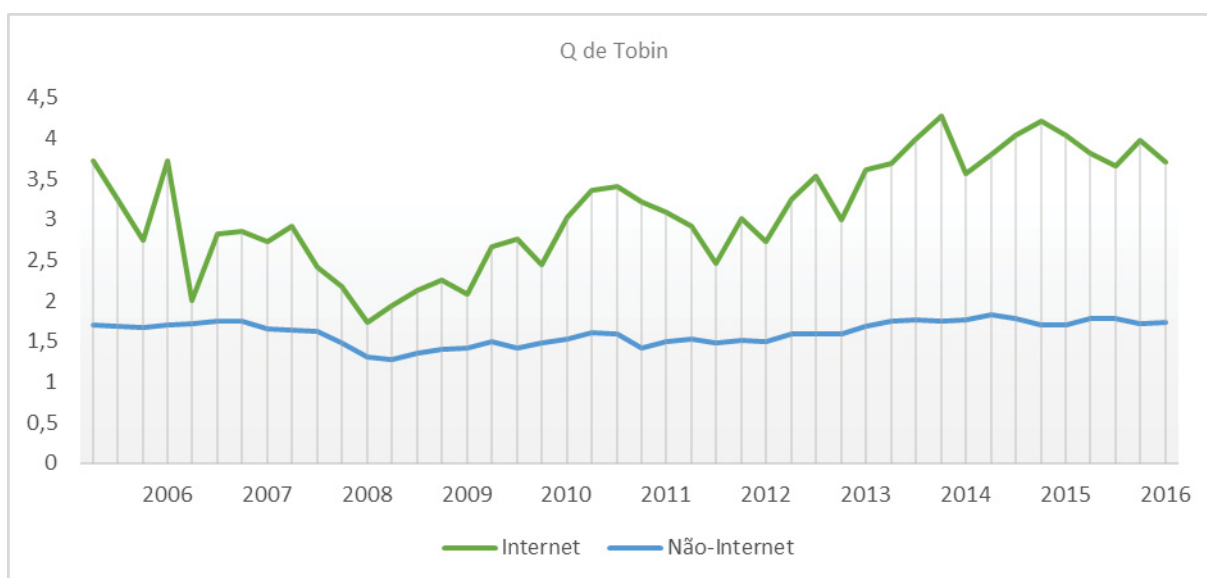
Novamente, a menor amostra de empresas de internet provoca variações mais súbitas, porém, ainda assim, pode-se observar que as variações são um pouco mais fortes para as empresas de outros setores também. As segundas, tem o índice variando entre -0,01 e 0,01 e as primeiras -0,07 e 0,04. Para as empresas não-

internet, o indicador tem sido positivo desde que se recuperou da crise de 2008, portanto a geração de valor das empresas, no agregado, tem sido positiva.

Entretanto para as empresas de internet, a previsão de tendência é bastante incerta, o que indica que seu desempenho no que diz respeito à criação de valor ainda não é tão estável. Por outro lado, no nicho de tecnologias de internet, nem sempre é esperado que a empresa dê retornos, especialmente nos seus primeiros anos (ou décadas). O mais notável caso que reforça essa visão é o de Jeff Bezos, fundador e CEO da Amazon.com. O modelo de negócio defendido pelo bilionário, que em 2018 foi considerado pela Forbes o homem mais rico do mundo, sempre prezou por uma margem de lucro baixíssima.

Tendo essa perspectiva em vista, apesar da aparentemente desejável estabilidade das empresas de outros setores, é possível interpretar que a instabilidade da geração de valor das empresas de internet pode não ser tão indesejável assim, considerando que em alguns casos ela é, inclusive, almejada.

Gráfico 4 - Q de Tobin



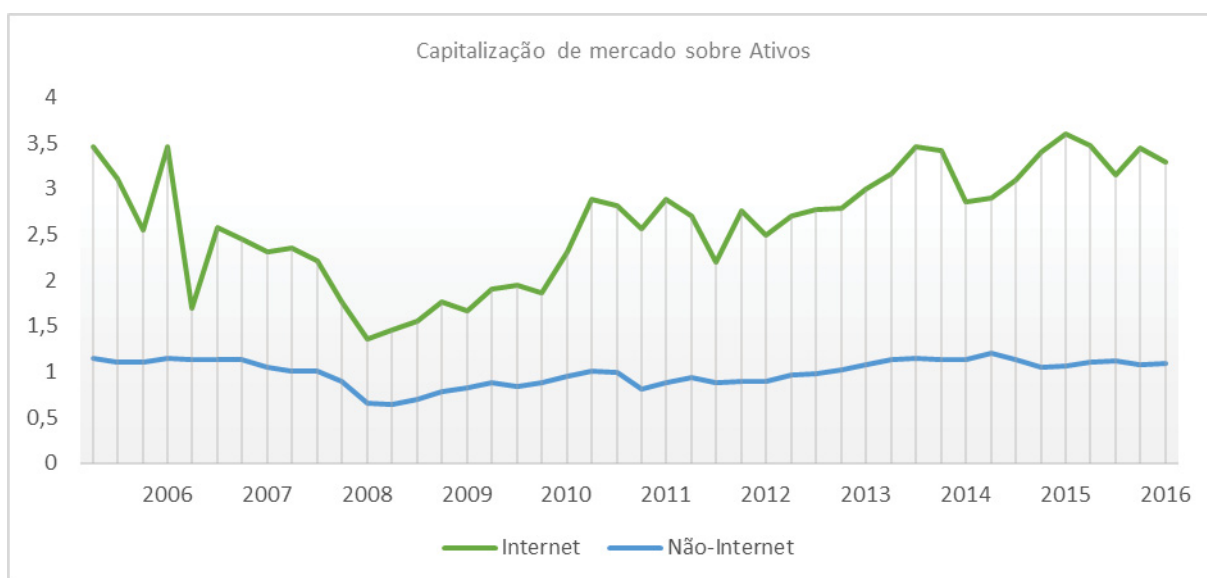
FONTE: O autor (2018).

O primeiro gráfico de valoração (GRÁFICO 4) é referente ao Q de Tobin. Explicado na seção anterior, é recomendável que este indicador fique próximo a 1 (um), pois isso indicaria que as empresas estão sendo eficientes em seus investimentos. Como pode-se ver, as empresas de não-internet ganharam a

vantagem no que se refere a esse indicador, oscilando entre 1,27 e 1,83, ao passo que, as empresas de internet ficaram entre 1,73 e 4,27.

O Q de Tobin associa o valor da empresa ao custo de ativos para tratar da eficiência e necessidade (ou não) de investimentos. No caso das empresas de internet, o indicador aponta para uma ineficiência de investimentos, o que pode ser resultado também da grande valorização desse nicho nas últimas décadas e possivelmente de uma maturação ainda em curso dessas empresas. As empresas de outros setores, por outro lado, já em sua maioria estabelecidas e estáveis, foram capazes de adequar seus investimentos ao valor de mercado atribuído.

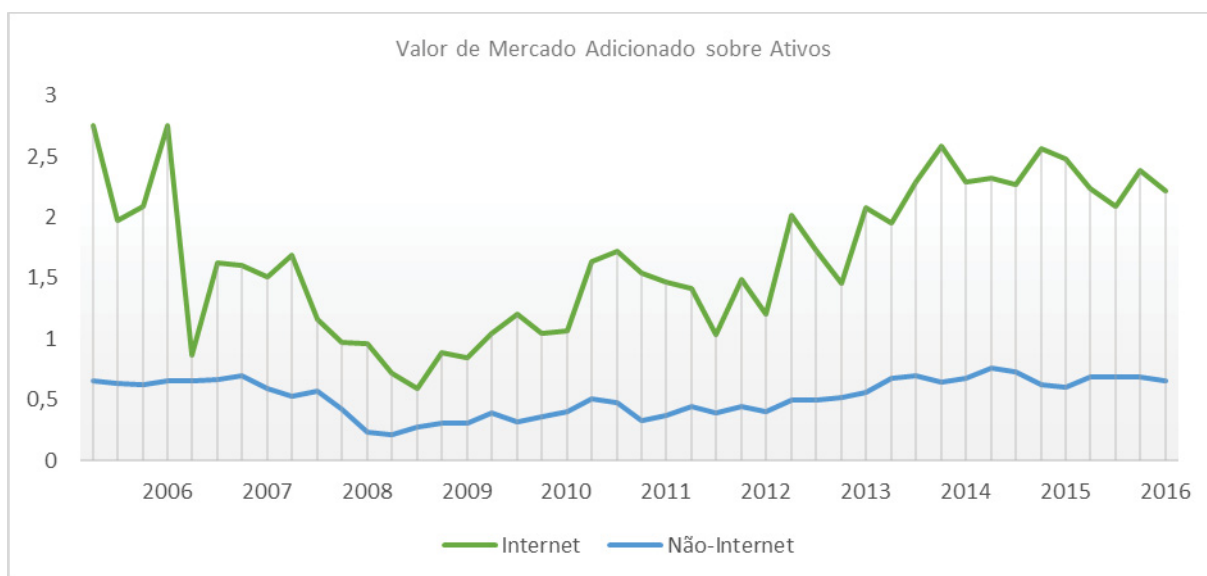
Gráfico 5 - Capitalização de mercado sobre ativos



FONTE: O autor (2018).

Possivelmente, o GRÁFICO 5 é o que apresenta o resultado mais esperado. Num contexto de grande valorização do ramo da internet, como foi visto até agora, a expectativa do mercado faz com que o valor dessas ações seja muito mais engrandecido do que das empresas de outros setores. As empresas de internet, também com maior oscilação neste gráfico devido à amostra, apresentam índice entre 1,36 e 3,60, enquanto as empresas não-internet ficam na faixa do 0,64 a 1,20.

Gráfico 6 - Valor de Mercado Adicionado sobre ativos



FONTE: O autor (2018).

Por último, o GRÁFICO 6 refere-se ao MVA ou Valor de Mercado Adicionado, o indicador que aponta a criação de valor em termos da percepção de mercado, aqui observado em relação aos ativos. Novamente, pode-se observar uma linha de tendência estável para as empresas não-internet, com variação do índice entre 0,21 e 0,75. Ao passo que as empresas de internet apresentam uma tendência mais instável e com o índice num patamar acima, entre 0,59 e 2,75.

Seguindo a lógica da valorização do ramo das empresas de internet nos últimos anos, também faz sentido para este indicador que as empresas de outros setores se mantenham num nível mais estável e baixo que as de internet. É possível, entretanto, que um volume grande de entradas no setor de internet estabilize o indicador e aproxime-o dos outros setores.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O entendimento do potencial da internet e a valorização das empresas neste ramo podem ser considerados, na atualidade, quase um senso comum. A capacidade de “criar muito, com pouco” fez com que a internet deixasse de ser mero instrumento de melhoramento de processos (anos 1990 a 2000) e se tornasse o processo em si (anos 2000 a anos 2010), fenômeno evidenciado pelo crescente mercado de *startups* que hoje penetra os escopos B2C e B2B³.

Nos resultados apresentados na seção anterior, a diferença entre os níveis de estabilidade das empresas de internet e das empresas de outros setores ficou bastante evidente. Enquanto as empresas de internet demonstravam grandes variações, por vezes bastante súbitas, as empresas não-internet apresentavam variações mais sutis e fluidas, além de linhas de tendências mais claras. Esse fator pode ser devido ao tamanho das amostras, que como exposto no início do trabalho, era de 21.568 para empresas não-internet e apenas 448 para empresas de internet. Além da enorme diferença amostral, pode-se considerar também como uma parcela – talvez pequena – da causa, a instabilidade de um ramo de mercado ainda novo, e portanto ainda sob “ajustes”, e os recorrentes modelos de negócios propositalmente subversivos, como o caso da Amazon de Jeff Bezos.

De maneira geral, as empresas de internet apresentaram indicadores num patamar acima das empresas de outros setores, tanto no que diz respeito a desempenho quanto valoração. No que tange à valoração, a vantagem das empresas de internet já foi explicitada. E no que concerne o desempenho, as empresas de internet também assumiram a dianteira, o que pode ser explicado a partir do argumento de Falcão (2017) de que “em todos os sentidos, é bem mais barato criar uma empresa de software do que uma indústria”. Ou seja, não necessariamente as empresas de internet auferiram os maiores lucros ou resultados, porém, a necessidade de pouco investimento, intrínseca a este ramo que não precisa lidar com máquinas ou manufaturas, aliada ao potencial de negócio que cada dia cresce mais, faz com que o desempenho também seja superior.

³ “B2C” significa *Business to Consumer*, é o termo utilizado para referir-se ao negócio voltado para o consumidor final. Da mesma forma, o “B2B”, *Business to Business*, refere-se ao negócio que tem como cliente outros negócios/empresas.

Portanto, o único aspecto que as empresas de outros setores, de maneira geral, podem superar quando comparadas as empresas de internet é o aspecto da estabilidade. No que diz respeito à valoração e desempenho, as empresas de internet apresentaram na última década resultados superiores quando comparadas às empresas não-internet, e o cenário futuro apresenta-se cada vez mais promissor. A desvantagem das empresas de internet se pauta na instabilidade e na incipiência de mercado. E apesar dessa instabilidade poder ser, por ora, desejada ou proposital, no longo prazo é provável que ganhe uma perspectiva diferente nas avaliações das empresas, buscando atender às expectativas de mercado de hoje.

REFERÊNCIAS

- ABREU, K. C. K., História e usos da internet. 2009. Disponível em: <http://www.bocc.ubi.pt/_listas/tematica.php?codtema=14>. Acesso em: 20/06/2018.
- BRAGA, R. P.; IÇO, J. A. EBITDA: Lucro ajustado para fins de Avaliação de Desempenho Operacional. Revista Pensar Contábil. Rio de Janeiro, ano III, n. 10, 2001.
- BURKE, P.; BRIGGS, A. Uma história social da mídia – de Gutenberg à internet. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2002.
- CERQUEIRA, J. E. A. Relação entre geração de valor ao acionista e valor de mercado das ações: uma análise em painel comparando o EVA® e o MVA® no mercado brasileiro. 2007. 87 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2007.
- COLAUTO, R. D.; NOGUEIRA, I. V.; LAMOUNIER, W. M. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE. Enfoque Reflexão Contábil, v. 28, n. 3, p. 9-23, 2009
- FAMÁ, R; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 7, n. 4, p.27-43, 2000.
- FISCHMANN, A. A.; ZILBER, M. A. Utilização de indicadores de desempenho como instrumento de suporte à gestão estratégica. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Moises_Zilber>. Acesso em: 22/06/2018.
- FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. Revista Universo Contábil, v. 3, n. 3, p. 7-24, 2007.
- RAUPP, F.M.; BEUREN, I.M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In. BEUREN, I.M. (Org.). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006. Cap.3, p.76-97.
- SOBUE, M. A.; PIMENTA JÚNIOR, T. A relação entre a geração de valor econômico e o valor de mercado das empresas sucroalcooleiras brasileiras. Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 9, n. 17, p. 103-120, 2012.