

JORNAL VALOR ECONÔMICO – SP, 14/11/2001 – Nº 387

Poucas empresas remuneraram bem o acionista

Por Nelson Niero

Poucas empresas brasileiras remuneraram o dinheiro investido pelos acionistas. Um estudo feito por *Oscar Malvessi*, professor da *Fundação Getúlio Vargas FGV-SP* mostra que em um universo de 62 grandes companhias de capital aberto, entre 1992 e 1998, apenas nove deram um retorno acima da taxa que considera o risco do capital.

Souza Cruz, Brahma, TAM, Globex, Weg, Petróleo Ipiranga, Distribuidora Ipiranga, Multibrás e Arno foram as que passaram no teste. Mas a grande maioria teve desempenho sofrível e, em alguns casos, o dinheiro estaria melhor aplicado na poupança.

Para *Malvessi*, é um problema de gestão. "Falta atualização à área financeira das empresas", diz. "Muitos executivos acham que não precisam remunerar o capital dos acionistas". O conceito de criação de valor não é novo, mas começou a ganhar força na década de 80 nos Estados Unidos.

Gestão, Tese do professor da FGV-SP mostra que companhias destroem capital investido

As empresas brasileiras aprenderam a ser mais competitivas com abertura do mercado e a estabilização da economia, mas ainda não conseguiram repassar esse ganho operacional para o bolso dos acionistas.

Uma pesquisa feita pelo professor *Oscar Luiz Malvessi*, da *Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas*, mostra que a maioria das companhias abertas não remuneraram o capital investido pelos sócios, mesmo apresentando lucro nos seus balanços.

Malvessi utilizou como matéria-prima para o estudo – sua tese de doutorado – os resultados de 62 grandes empresas privadas não financeiras, de 17 setores, entre 1992 e 1998.

Das empresas pesquisadas, só nove criaram valor para os acionistas, ou seja, deram retorno que compensou o risco do capital investido. Nada menos que 53, ou 85%, ficaram abaixo da linha da remuneração. O pior: o que foi oferecido por boa parte delas não chegou a empatar com o rendimento da poupança.

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor



Criando Valor
Em R\$ milhões

| Valor Econômico Criado* acumulado 1992-1998 | | | | | VEC – Resultado em 1998 | | | | |
|---|--|----|-----|-----|-------------------------|--|--|----|-----|
| Souza Cruz | | | | 857 | | | | | 355 |
| Brahma | | | | 478 | | | | 39 | |
| TAM | | | 143 | | -10 | | | | |
| Globex | | | 124 | | -18 | | | | |
| Weg | | | 114 | | | | | 42 | |
| Petróleo Ipiranga | | | 100 | | | | | 46 | |
| Distribuidora Ipiranga | | 96 | | | | | | 22 | |
| Multibrás | | 36 | | | -112 | | | | |
| Arno | | 26 | | | -21 | | | | |

Fonte: Oscar Luiz Malvessi *Valor Econômico Criado.

Para *Malvessi*, o resultado é surpreendente. "A minha expectativa era uma melhora no desempenho depois da estabilização econômica."

Apenas Souza Cruz, Brahma, TAM, Globex, Weg, Petróleo Ipiranga, Distribuidora Ipiranga, Multibrás e Arno passaram no teste. No pé da lista, nomes de peso como CVRD, Aracruz, Varig e todas as siderúrgicas.

"Como o estudo vai até 1998, muitas delas possivelmente já estão remunerando o acionista", afirma *Malvessi*. "Mas, mesmo assim, elas carregam um estoque de resultados ruins, como é o caso das ex-estatais."

O conceito usado por *Malvessi* é o do lucro econômico, uma idéia que surgiu no século passado, mas que só começou a ser colocada em prática na década de 80 nos Estados Unidos. É ela que está por trás do EVA (valor econômico adicionado), marca registrada da consultoria americana Stern Stewart & Co.

Enquanto para se chegar ao lucro líquido basta gerar receitas que cubram as despesas, o lucro econômico prevê o pagamento do "custo de oportunidade", teoricamente o que o acionista receberia investindo em outro ativo com a mesma taxa de risco.

Esse custo do capital do acionista varia de empresa para empresa, de país para país. No estudo de *Malvessi*, ele ficou entre 14% e 18%. Muitos empresários não levam em consideração esse capital porque não cobra juros, ao contrário da dívida bancária.

"A contabilidade tradicional não esclarece o que está acontecendo no negócio", diz *Malvessi*.

Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda.

www.oscarmalvessi.com.br ou www.vecvalor.com.br - e-mail: oscar@oscarmalvessi.com.br
VEC® - Valor Econômico Criado é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor

"Fica mais difícil para o administrador saber onde estão os pontos fortes e os fracos."

Para chegar ao que chama de "valor econômico criado", *Malvessi* calcula o resultado operacional, líquido de impostos, e subtrai o custo do capital investido nos ativos operacionais da empresa: contas a receber, estoques e permanente. Se for positiva, o negócio está pagando bem ao acionista. Se não, o dinheiro estaria mais bem aplicado em outro lugar.

As peculiaridades do mercado brasileiro – nos Estados Unidos, metade das mil maiores remuneram devidamente o acionista – explicam em parte o desempenho ruim. A dificuldade de captação no país é um dos fatores, além dos problemas setoriais, mas *Malvessi* acha que é um problema de administração. "No final, o que mais pesa é a gestão."

Segundo ele, muitos executivos simplesmente desconhecem a técnica de análise da criação de valor. "A gerência financeira no Brasil é carente de atualização, além de estar muito distanciada das outras áreas da empresa."

Malvessi lembra que, mais do que uma métrica, o conceito de criação de valor tem que ser parte do dia-a-dia da empresa para dar resultado. É preciso identificar as atividades que criam e destroem valor e a partir daí buscar a solução. "Se a receita não é compatível com os ativos, eles precisam ser redimensionados."

Jornal Valor Econômico – 14/11/2001
Poucas empresas remuneram bem o acionista
Nelson Niero