

TOMADA DE DECISÃO: CUSTO VARIÁVEL E VALOR

César Augusto Tibúrcio Silva
Brasil – Distrito Federal – Universidade de Brasília
tiburciosilva@aol.com
Jameson Reinaux da Cunha
Brasil – Distrito Federal – Faculdade Michelangelo
jameson@correios.com.br

Palavras-Chaves: Tomada de Decisão; Custo Variável; Valor; Fluxo de Caixa

Tema del Trabajo: El Costos y la Tomada de Decisiones

Recursos Audiovisuais: Projetor Multimídia e computador

TOMADA DE DECISÃO: CUSTO VARIÁVEL E VALOR

Palavras-Chaves: Tomada de Decisão; Custo; Valor, fluxo de caixa

Tema del Trabajo: El Costos y la Tomada de Decisiones

Resumo

O processo de tomada de decisão nas empresas geralmente busca o equilíbrio entre os interesses dos administradores e dos acionistas. Sendo o custo e o valor fortes componentes de decisões estratégicas, portanto se faz necessário sua estruturação, compreensão e análise. A prática inadequada de utilização desses componentes na tomada de decisão constitui um entrave ao surgimento de propostas e medidas corretivas que permitam a melhoria da gestão das organizações. Esse trabalho investiga fundamentos para reflexão sobre a eficácia da tomada de decisão quando da utilização de custo, fluxo de caixa e seu auxílio na maximização do valor da empresa. Há vários estudos que demonstram a utilização de custo e fluxo de caixa como técnica adequada na tomada de decisão. Porém esses estudos dificilmente avaliam se esta decisão representa um acréscimo de valor para a empresa. É admissível pensar que as empresas vencedoras serão aquelas que combinarem gerentes competentes com processos de tomada de decisão de visão realista.

1. INTRODUÇÃO

No contexto da gestão empresarial, a contabilidade é entendida como um sistema provedor de informações que objetivam subsidiar o processo decisório de empresas. Vários são os autores que têm assim se manifestado.

Hornngren, Sundem & Strantton (1996; 4) destacam que quase todos os gestores em todas as organizações estão mais bem preparados para desempenhar suas funções quando têm uma razoável compreensão dos dados contábeis. Acrescentam, ainda, que, em geral, esses usuários da informação contábil encontram-se classificados em duas categorias: a) aqueles gestores que usam a informação para planejar e controlar operações de rotina; e b) aqueles que usam a informação para a tomada de decisões não-rotineiras – investimentos em equipamentos, formação de preços para produtos e serviços, escolha sobre quais produtos privilegiar ou não e na formulação de políticas em geral e planos de longo prazo.

A atual conjuntura insere os dirigentes de empresas em um mundo de incertezas cada vez maior e, requer destes uma visão voltada para a maximização de valor. A globalização no seu sentido mais amplo busca o aumento das parcerias, gerando fusões e aquisições de empresas, a fim de atender a mercados de consumidores cada vez mais exigentes, redução de custos e melhoria do posicionamento de produtos e serviços junto à concorrência. A procura de respostas cada vez mais concisas para os problemas das empresas, fez crescer o interesse e a pesquisa sobre as metodologias de custos e como essas auxiliam na tomada de decisão que maximize o valor da empresa e conseqüentemente a riqueza do acionista.

É inegável que as transformações ocorridas nos últimos anos poderá afetar a forma dos gerentes tomarem decisões. Entretanto, percebe-se que as próprias empresas ainda estão se utilizando métodos tradicionais de tomada de decisões.

Posteriormente, influenciadas por outras teorias de administração e pelo aumento da complexidade no ambiente empresarial, as organizações passaram a considerar, no processo de desenvolvimento profissional de indivíduos e grupos, não só questões técnicas, mas, também, o conhecimento e aspectos sociais e comportamentais do trabalho (Carvalho, 1994).

É plausível que as empresas vencedoras serão aquela que combinarem gerentes competentes com processos de tomada de decisão de visão realista.

A lógica é que as empresas continuarão a tomar decisões com base em custos. Porém qual é o custo mais importante. O custo para o acionista, o custo da contabilidade de custo ou custo para o cliente. Cabe a todo gestor maximizar o valor da empresa, logo a decisão do custo para o acionista deveria ser a mais importante.

Em termos gerais, é desejável que os tomadores de decisão possam escolher suas alternativas cujo resultado maximize o valor da empresa, ou seja, que os preços praticados, a qualquer tempo, reflitam completamente o fluxo de caixa futuro mantendo sua continuidade.

2. CUSTEIO VARIÁVEL

A finalidade principal do emprego do conceito do custeio variável na execução dos procedimentos da contabilidade de custos parece ser a revelação da margem de contribuição, ou contribuição marginal. A margem de contribuição é a diferença entre a receita de vendas e o custo variável de produção. A receita pode ser tanto dos produtos quanto dos serviços ou de qualquer outro objeto de custeio. Para muitos estudiosos a margem de contribuição tem um papel importante no auxílio à gerência na tomada de decisões de curto prazo.

A margem de contribuição destina-se a mostrar quanto sobrou da receita direta de vendas, depois de deduzidos os custos e as despesas variáveis de fabricação, para pagar os custos periódicos. A princípio, trazem maiores lucros para a empresa aqueles produtos que alcançarem margens de contribuição maiores do que os outros. Só poderemos destacar a margem de contribuição se a contabilidade separar os custos e as despesas de fabricação em fixos e variáveis, o que nem sempre é muito fácil, pois depende do contexto em que atua a empresa (tamanho, complexidade etc) e o mercado em que seus produtos são consumidos.

Segundo Leone (1997; 341-344), o custeio variável é um instrumento bastante utilizado pela gerência em sua função de planejamento das operações. Porque o custeamento variável divide as despesas e os custos de fabricação e de outras funções em fixos e variáveis e determina a margem de contribuição em relação a qualquer objeto ou segmento da empresa, facilitando a análise do processo de simulação antevendo os resultados da interação de custos, volume e lucro.

Mas nem tudo é vantajoso na metodologia do custeio variável, podemos mencionar algumas desvantagens entre elas: os resultados do custeio variável não devem substituir, em algumas decisões, as informações decorrentes de outros critérios. O custeio variável é bem aplicado em problemas cujas soluções são de curto prazo. Para obter soluções de longo prazo, normalmente as informações do custeio variável não são recomendadas. O trabalho de análise das despesas e custos em fixos e variáveis é dispendioso e demorado, o que indica que deverão ser feitos estudos de custo x benefícios.

Considerando-se que as vendas totais e custo total variável são o resultado dos respectivos valores unitários pelo volume de vendas, a apuração de resultados de uma empresa através do método de custeio variável, para um dado período, poderia de forma bastante simplista ser demonstrada como:

Vendas Totais
(-) Custo Variável Total
(=) Margem de Contribuição Total
(-) Custos Fixos Totais
(=) Resultado do Período

3. O VALOR E A TOMADA DE DECISÃO

3.1 A questão valor

Não existe um consenso na definição da palavra valor, provavelmente em virtude de uma concepção errônea dos significados das palavras, o que gera discussões e interpretações dúbias com relação aos conceitos. Objetivando minimizar a ação deste tipo de barreira, será definido o termo básico de Valor. Segundo Buzzatto (1999; 19) “Valor é o mínimo a ser gasto para adquirir ou produzir um produto com uso, a estima e a qualidade requerida”.

Segundo Helfert (2000; 277): “o encadeamento entre fluxos de caixa e a geração de valor econômico é a expressão final do sucesso ou fracasso das decisões empresariais de investimento, operações e financiamentos”.

Ainda o mesmo autor descreve os diferentes tipos de valor (2000; 278-282):

Valor Econômico – se relaciona à habilidade básica de um ativo ou de um direito de propiciar fluxos de caixa pós-impostos de renda para o titular. É um conceito orientado para o futuro.

Valor de Mercado – ou valor justo de mercado, que é o valor de qualquer ativo ou grupo de ativos quando comercializado em um mercado organizado ou entre partes privadas em uma transação espontânea, sem coerção.

Valor Contábil – é o valor estabelecido no balanço patrimonial, registrado de acordo com os princípios fundamentais da contabilidade. É um valor histórico.

Valor de Liquidação – está relacionado à situação particular de uma empresa que precisa liquidar parte ou todos os seus ativos e obrigações.

Valor de Cisão – uma variação no valor de liquidação, o valor de cisão está relacionado às atividades de aquisição ou de reestruturação de uma empresa.

Valor de Reposição – é o montante que seria exigido para substituir um ativo fixo existente. É o custo de substituição de uma máquina, de instalações ou de outros ativos semelhantes.

Valor de Garantia – é o valor de um ativo utilizado como garantia para um empréstimo ou outro tipo de crédito. Geralmente é considerado o montante máximo de crédito que pode ser concedido pelo empenho de um ativo.

Valor Estimado – é estabelecido segundo normas legais locais como a base para a tributação patrimonial.

Valor de Avaliação – é subjetivamente determinado e utilizado quando o ativo em questão não tem um valor de mercado claramente definido.

Valor da Empresa em Operação – é uma aplicação do conceito econômico em uma empresa ativa, da qual se espera a produção de uma série de fluxo de caixa futuros que o comprador potencial deve avaliar para chegar ao preço do negócio como um todo.

Valor para o acionista – é gerado quando os retornos obtidos, a partir dos investimentos existentes e novos, excedem o custo de capital da empresa.

Valor para o Investidor – é definido como o valor presente do investimento para o investidor, enquanto o rendimento representa a taxa interna de retorno (TIR) obtida pelo investidor em relação ao preço pago pelo investimento.

A questão do que seja valor passa necessariamente por diversas interpretações, uma delas é definida por Copeland *et al.* (2000; 86-87): “O valor da empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros descontados e o valor é criado quando as empresa investem com retornos que excedem seu custo de capital”. E complementa: “Um administrador que tenha o valor como princípio está tão interessado nas sutilezas do comportamento organizacional como em usar a avaliação métrica do desempenho e ferramenta de decisão”.

É importante frisar que, na revisão literária, observa-se que o termo valor para designar a expressão monetária de um objeto (empresa, produto, serviço etc.) no qual pretende-se comprar, investir ou vender. Dessa forma, esse estudo pretende utilizar-se de alguns desses conceitos de valor para uma melhor explanação sobre o assunto.

O melhor exemplo para se entender o conceito é o dado por Adam Smith (1983) em seu livro “A Riqueza das Nações” onde ele aborda o seguinte aspecto no ano de 1723: “Nada é mais útil do que a água e, no entanto dificilmente se comprará alguma coisa com ela, ou seja, dificilmente se conseguirá trocar água por alguma outra coisa. Ao contrário, um diamante dificilmente possui algum valor de uso, mas por ele se pode, muitas vezes, trocar uma quantidade muito grande de outros bens”. Verifica-se uma certa confusão nos conceitos de valor e riqueza, para tanto diz Adam Smith “Um homem é rico ou pobre de acordo com o grau em que possa desfrutar de tudo que é necessário, útil e agradável à vida humana”.

Portanto, o valor difere essencialmente da riqueza porque o valor depende não da abundância, mas da facilidade ou dificuldade da produção. O trabalho de um milhão de homens nas indústrias produzirá sempre o mesmo valor, mas não produzirá sempre a mesma riqueza. Com o crescimento da competitividade as empresas precisarão de gerentes competentes para enfrentar as dificuldades e incertezas que crescem no mundo de hoje. Para tanto, os mesmos deverão ser treinados no processo de tomada de decisão referente à tomada de decisão que agregam valores as empresas, elevando-se a eficiência dos mesmos.

Uma outra questão é a mensuração do valor. O escritor Destutt de Tracy (*apud* Ricardo, 1982) em 1804 diz: “*Medir* qualquer coisa é compará-la com uma determinada quantidade da mesma coisa que tomamos como medida-padrão, como unidade de comparação. Desse modo, medir para determinar um comprimento, um peso, um valor é determinar quantas vezes representam em metros, gramas, **dinheiro**, em síntese, quantas unidades do mesmo tipo”.

Pode-se dizer que ainda que seja impossível determinar com algum grau de precisão qual é ou foi à média dos lucros do capital, no presente ou no passado, a consideração dos juros do dinheiro é capaz de expressar uma idéia sobre os lucros. Pode-se adotar que, onde se pode ganhar muito com o uso do dinheiro, muito se pagará por esse uso, e onde pouco se pode ganhar com o uso dele, menos ainda é o que se pagará por esse uso. Conforme, a taxa habitual de mercado dos juros variar em um país, podemos afirmar que os lucros do capital variarão com ela: baixam quando ela baixa, e sobem quando ela sobe. Portanto, a evolução dos juros do dinheiro pode levar-nos a formar alguma idéia sobre a evolução do lucro de capital ou acréscimo de valor.

3.2 Perspectivas de valor

Ao se identificar os componentes do valor será levado em consideração à abordagem sob três enfoques: a empresa, o cliente e o acionista.

3.2.1 Perspectivas de valor – enfoque da empresa

Em princípio, uma empresa, julgará o valor de seus produtos pela quantidade de dinheiro da receita obtida com a venda de seus produtos. Em outras palavras, para empresa, possuem um grande valor, os produtos cuja receita obtida, após cobrir os custos de produção e as despesas fixas, proporciona uma apreciável contribuição para uma maximização ou, pelo menos, uma estabilização do lucro empresarial.

Segundo Orssatto & Júnior (1997) pode-se então decompor a variável valor, segundo o ponto de vista empresarial, em custos e lucros, o que nos permite concluir: “tanto maior será o valor de um produto para uma empresa, quanto menor for o custo com o qual é produzido e quanto maior for o lucro a ser obtido com esse produto”.

Vr = Valor, segundo ponto de vista da empresa.

$$\mathbf{Vr = C + L}$$

Onde: **C = Custo**

L = Lucro

Salienta-se que os tradicionais métodos de racionalização ou de redução de custos levam em consideração somente o valor segundo o ponto de vista da empresa (Vr). Não há como concordar com essa fórmula uma vez que ela é muito simples e não leva em consideração o valor do dinheiro no tempo, o ajuste a valor presente, o risco e nem a influência do mercado no preço de venda.

Alerta-se também sobre a imagem que deixa o uso dos métodos tradicionais de racionalização e redução de custos, reduz os custos de seus produtos sistematicamente, muitas vezes sem se importar com as conseqüências ocorridas do uso de tal prática. Essa imagem rejeita o sentido do que é Valor para o Cliente?

3.2.2 Perspectivas de valor – enfoque do cliente

Para o cliente, a idealização do valor se concentra fundamentalmente em quatro aspectos: quem compra um produto se orienta pelo: a) preço da mercadoria; b) pela qualidade disponível no mercado; c) pelas funções desejadas e d) pelas qualidades exigidas. Sob o ponto de vista do comprador, divide-se a variável valor nos seguintes elementos:

Vc = Valor, segundo o ponto de vista do comprador ou cliente.

$$Vc = Q + q + f + p$$

Q = qualidade do produto

q = quantidade produzida

f = funções do produto

p = preço

Identificar o porque da existência das características em um produto, sistema ou serviço, ficará mais fácil para se encontrar alternativas de redução de custos ou identificação do valor do produto. Uma completa identificação das funções que estas características executam pode-se conhecer em detalhes o objeto de valor. Procura-se identificar a função principal e as funções secundárias de valor e sua representatividade para o cliente.

Função Central – é a principal finalidade do produto. Em outras palavras, “é o porque existe o produto, sistema ou serviço”.

Função Auxiliar – é toda função que auxilia o desempenho técnico da função central, é uma função que melhora o valor do produto.

Partindo do mesmo princípio para valor da empresa, ou seja, o porque das características e os custos de um produto, processo ou serviço, utiliza-se à descrição das funções. Para valorar uma empresa, pode-se aplicar o mesmo processo de descrição e classificação de funções, quando se está pensando em um novo valor da organização. Esta estrutura é ressaltada ao se desempenhar funções e atividades necessárias, para atendimento das solicitações de clientes internos e externos.

Esse processo bem sucedido de aplicação do valor organizacional é aquele que vem estruturado e baseado por meio de definição: da Meta, Missão, Negócio, Visão e Valores da empresa. Se estes pré-requisitos estão bem definidos ficará muito mais fácil à valoração da empresa, porém quando estes não estão bem claros para toda a organização, é difícil manter uma organização voltada para valor.

3.2.3 Perspectivas de valor – enfoque do acionista

Tomar decisão em uma empresa implica em definir prioridades de objetivos. Por sua vez, só é possível definir objetivos quando se tem clara a percepção de quem é o agente privilegiado na questão. Em outras palavras, quais grupos de interesses devem ser o grande foco e perseguição de objetivos. O agente mais importante, segundo as diversas correntes literárias da administração financeira (Damodaran, Copeland, Stewart entre outros) é o acionista (*stakeholders*), uma vez que a organização deve ser orientada preponderantemente para este fim. Em muitos casos o acionista é tudo que se percebe em termos de agente participante do processo. Quando Van Horne (1995; 2) diz que “o objetivo da empresa deve ser a criação de valor para o acionista”, ele estaria voltando à preponderância do foco sobre o principal *stakeholder*, uma vez que hoje a metodologia proporciona possibilidade de evitar ambigüidades e problemas de entendimento na definição de alvos a serem perseguidos.

Algumas considerações devem ser feitas com relação aos termos utilizados. Copeland *et al.* (1996; 4) considera que o mixing de *stakeholders* europeu e asiático são relativamente diferentes do norte-americano e que, não são constituídos exclusivamente por objetivos voltados para os acionistas.

Independentemente das causas, os diferentes espectros afetam tanto os objetivos a serem perseguidos como as responsabilidades de cada agente ou mesmo o seu prêmio pelo compromisso com a organização.

Como no modelo norte-americano, grande parte do foco de interesse se volta para o acionista, devido às causas já apontada posteriormente, e sem querer esgotar o assunto, destacam-se alguns dos mais importantes grupos de interesses sobre a empresa, tais como: o acionista (*stakeholders*), os executivos, os trabalhadores, o governo (no sentido amplo), o sindicato, os credores, os clientes e os fornecedores.

Pode existir conflito em uma parcela razoável dos objetivos dos acionistas entre si. O aumento da rentabilidade (interesse dos acionistas e mesmo dos executivos) conflita, por exemplo, com o objetivo de aumentar o nível de emprego (prioridade dos sindicatos) com aumento no número de vagas e redução da jornada de trabalho. Por outro lado certos objetivos podem ser de interesse de todos: a manutenção das operações por parte da organização; significa dizer que há situações em que uma fronteira pode fazer os vários grupos de interesses convergirem.

Copeland *et al.* (1996; 22-28) considera que o acionista é o único *stakeholder* que pode ao mesmo tempo maximizar os anseios de todos ao maximizar o seu próprio (se é que isso é possível...). O extraordinário nesse caso é que o *stakeholder* principal continua sendo o acionista, mesmo que existam outros interesses que devem ser satisfeitos. Uma discussão abrangente sobre o aspecto de que o acionista, por correr maior risco, necessita de um nível de informações completa, constituindo-se naquele que tem condições de ser o mais abrangente *stakeholder*. Segundo Copeland *et al.* o acionista ao otimizar o seu valor, otimiza o valor de outros *stakeholders*.

3. Conflitos de interesses

O objetivo de maximização do valor (riqueza) da empresa, geralmente envolve conflito entre propriedade e administração. Quando os administradores atuam como agentes dos proprietários (acionistas), há o risco de conflitos de interesses entre acionistas e administradores, o que, por sua vez, pode levar a tomada de decisão que não maximizem a riqueza dos acionistas ou da empresa, mas apenas as vantagens dos administradores. Um exemplo disso é a remuneração dos administradores, uma vez que, a maioria das empresas remunera seus dirigentes por meio bônus de acordo com o resultado. Ocorre que ao se tomar decisão por meio da margem de contribuição o administrador está tomando uma decisão de curto prazo, o que necessariamente não quer dizer que está decisão aumente o valor da empresa, que geralmente é uma decisão de longo prazo.

Os dirigentes nem sempre tomam decisões em benefício dos melhores interesses dos acionistas, os acionistas algumas vezes tomam decisões que retiram riqueza dos financiadores, as informações sobre o mercado podem ser exageradas e algumas vezes enganosas, e há custos sociais que não pode ser percebido nos demonstrativos financeiros da empresa.

Segundo Damodaran (2002; 32-37) analisa quatro relações de conflitos de interesses: acionistas/administradores, acionistas/financiadores, acionistas/mercados e acionistas/sociedade a figura 1 mostra as interações desses conflitos.

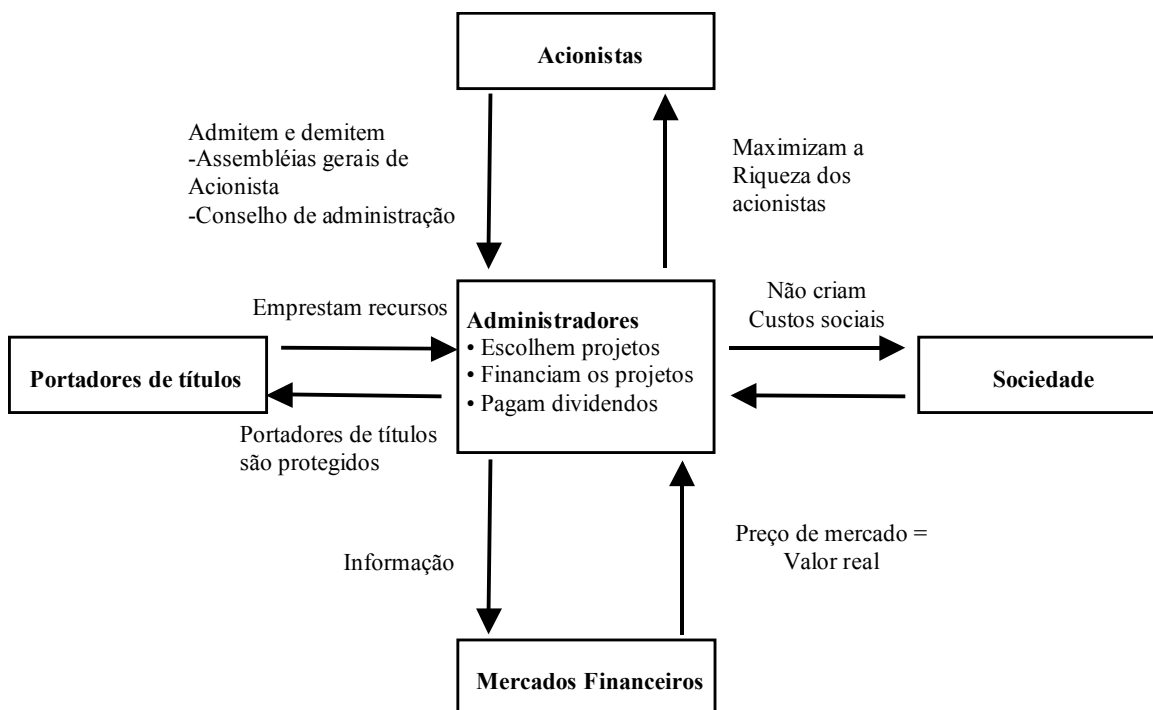


Figura 1 – Conflitos de Interesses
Fonte: DAMODARAN (2000) Finanças Corporativas Aplicadas

Esses conflitos de Interesse geram conflitos na utilização entre a margem de contribuição e a maximização do valor da empresa.

4. A função objetiva da empresa

Toda decisão tomada por uma empresa tem implicações financeiras. As empresas têm que investir seus recursos de forma racional, encontrar uma boa forma de obter financiamento para fazer tais investimentos e devolver os recursos aos proprietários se não houver investimentos que valham a pena.

Segundo Damodaran (2002; 22) “o objetivo da teoria convencional de grandes empresas é o de maximizar o valor da empresa. Conseqüentemente, qualquer decisão (sobre investimento, financiamento ou dividendos) que aumente o valor da empresa é considerada boa, enquanto que qualquer decisão que reduza o valor da empresa é considerada ruim”.

Os princípios fundamentais que regem as decisões e governam as empresas se baseia em três princípios importantes: o Princípio do investimento, o Princípio do Financiamento e o Princípio dos Dividendos. A figura 2 mostra que decisões maximizam o valor da empresa. Damodaran (2002; 23-29) define cada um dos princípios como sendo:

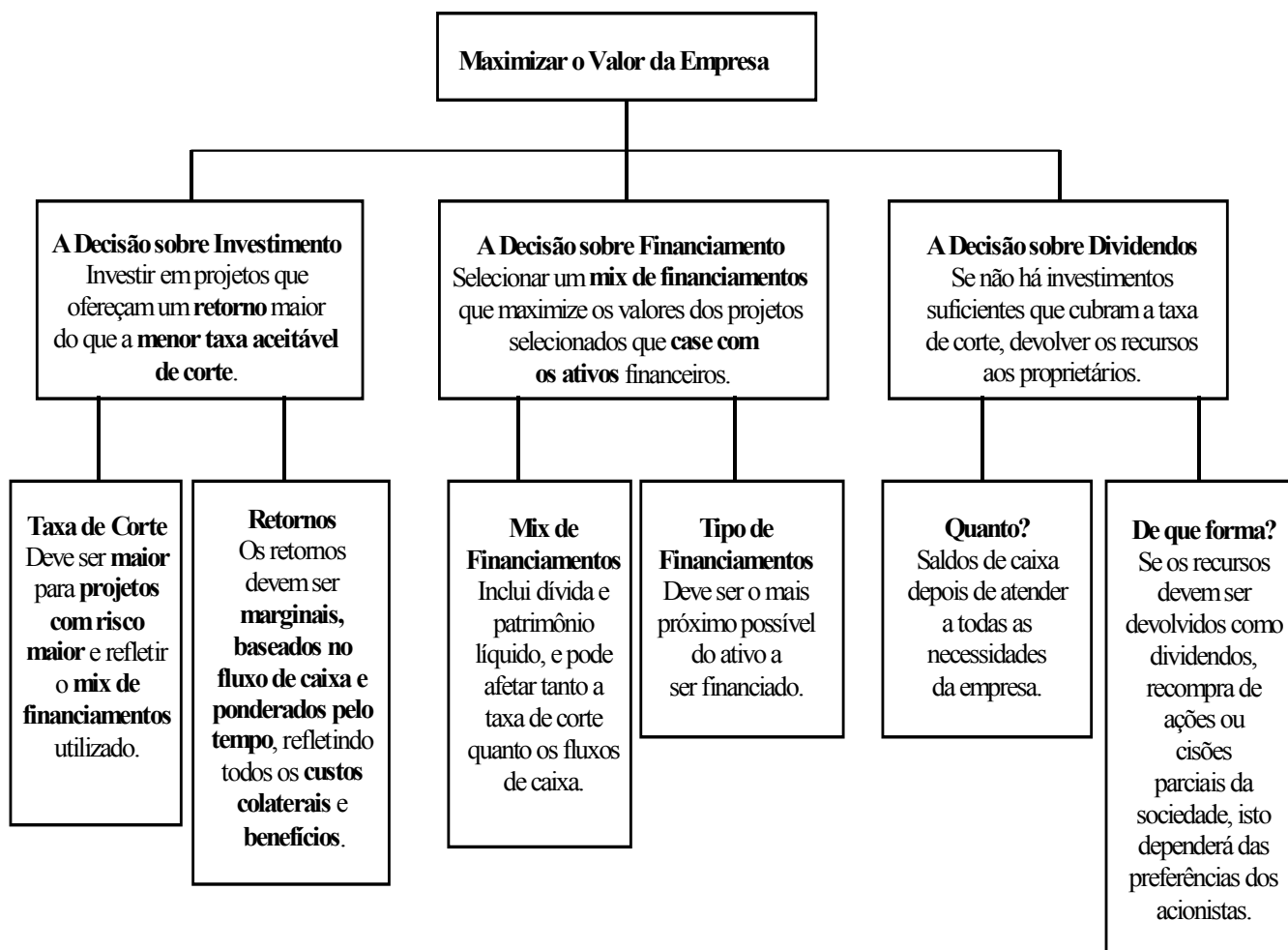


Figura 2 – Maximizar o Valor da Empresa
Fonte: DAMODARAN (2000) Finanças Corporativas Aplicadas

- Princípio do investimento – investimento em ativos e projetos que ofereçam um retorno maior do que a menor taxa aceitável de corte, que deve ser maior para projetos com risco maior e deve refletir ao mix de financiamento utilizado – recursos

dos proprietários ou recursos tomados emprestados (dívida). Os retornos sobre os projetos devem ser mensurados com base nos fluxos de caixa gerados e no timing destes fluxos de caixa; eles devem levar em conta também tanto os efeitos colaterais positivos quanto os negativos destes projetos;

- Princípio do financiamento – escolhendo um mix de financiamentos que maximize o valor dos investimentos feitos e que seja ligado ao financiamento dos ativos financiados;

- Princípio dos dividendos – se não houver investimentos suficientes que cubram a taxa de pedágio, devolva os recursos para os proprietários. No caso de uma empresa de capital aberto, a forma do retorno – dividendos e recompras de ações – dependerá das características dos acionistas.

O elo entre estas decisões e o valor da empresa pode ser estabelecido ao se reconhecer que o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa esperados, descontados a uma taxa que reflita tanto o risco dos projetos da empresa quanto o mix de financiamentos utilizada para financiá-los.

Os investidores formam expectativas a respeito de fluxos de caixa esperado, o que, por sua vez, depende da qualidade dos projetos da empresa (suas decisões sobre investimento) e do montante de suas receitas que é reinvestido (a taxa de reinvestimento). As decisões de financiamento afetam o valor da empresa tanto através da taxa de desconto quanto, potencialmente, através dos fluxos de caixa esperados.

Segundo Damodaran (2002; 29), existem três razões para as empresas dar atenção à maximização do preço das ações. “A primeira é que, de todos os índices que podem ser utilizados para julgar o desempenho de uma empresa de capital aberto, os preços das ações é o mais identificável. A segunda é a de que preços de ações, em um mercado racional, tentam refletir os efeitos de longo prazo de decisões tomadas pela empresa. Finalmente, escolher a maximização dos preços das ações como uma função objetiva nos permite fazer informações categóricas sobre a melhor forma de selecionar projetos e financiá-los”.

5. Valor para o acionista

O valor do acionista é medido pela análise de fluxo de caixa descontado, uma vez que é possível prever os fluxos de caixa para estima o valor de uma ação.

Rappaport & Mauboussin (2002; 43-44) faz uma pergunta essencial: “os preços, nos mercados financeiros, refletem verdadeiramente os fluxos de caixa esperados futuros?” E o próprio autor exemplifica: “um dólar de hoje vale mais do que um dólar no futuro porque o dólar de hoje pode ser investido e gerar uma taxa de retorno positiva, um processo denominado capitalização composta”.

O inverso desse processo de capitalização chama-se de desconto, que converte fluxos de caixa futuros em seu valor presente equivalente. O valor presente de um ativo é o somatório de seus fluxos de caixa esperados descontados a uma taxa de retorno esperada, ou seja, o que os investidores esperam ganhar com ativos de risco semelhantes.

Nesse contexto Rappaport & Mauboussin (2002; 45-48) define um roteiro do valor para o acionista. O mapa de valor para o acionista mostra as seguintes relações:

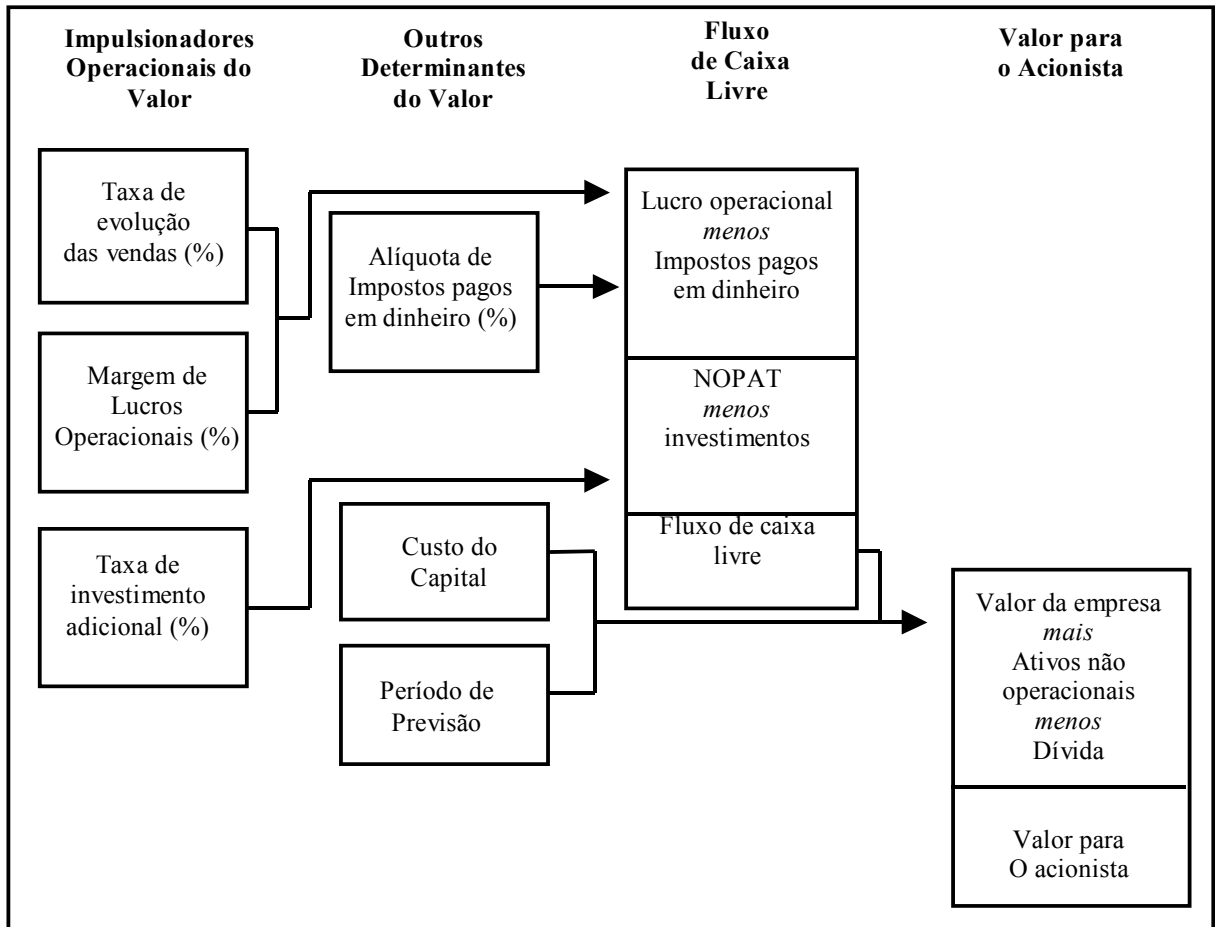
- A evolução das vendas e da margem de lucros operacionais determina o lucro operacional;
- O lucro operacional menos os impostos resulta nos lucros operacionais líquidos depois dos impostos (Net Operating Profit After Taxes – NOPAT);
- Os NOPAT menos os investimentos em capital de giro e capital fixo são iguais ao fluxo de caixa livre. Esse fluxo de caixa livre é como sendo um reservatório de dinheiro disponível para pagar os direitos de credores e acionistas. Essa afirmação não está completa pois deveria considera a economia do imposto;
- Os fluxos de caixa livres descontados ao custo do capital determinam o valor da empresa;
- O valor da empresa mais os ativos não operacional menos o valor de mercado da dívida determinam o valor para o acionista.

Essas relações descrevem o processo-padrão do fluxo de caixa descontado, que estima o fluxo de caixa para determinar o valor do acionista. Rappaport & Mauboussin (2002; 45-48) afirmam que: “em contraste o investimento baseado em expectativas reverte o processo partindo do preço (que pode diferir do valor) e determina as expectativas implícitas de fluxo de caixa que justificam esse preço”.

Na figura 3 três fatores impulsionadores do valor: evolução de vendas, margem de lucros operacionais e investimento e um determinante do valor: alíquotas de impostos pagos em dinheiro determinam o fluxo de caixa livre.

Rappaport & Mauboussin acreditam que as decisões gerenciais influenciam significativamente a evolução das vendas, a margem de lucros operacionais e a taxa de investimento adicional às consideram impulsionadoras do valor e as distinguimos de outros determinantes do valor ditados por forças externas (governo e mercados financeiros).

Figura 3 – Roteiro do Valor para o Acionista



Fonte: RAPPAPORT & MAUBOUSSIN (2002) Análise de Investimento

6. CONCLUSÃO

Analisando os modelos e suas correspondentes teorias para o apoio às decisões esses são fruto de um processo dedutivo lógico, na mais pura herança cartesiana. Seus objetivos normativos ou prescritivos dispensam o trabalho de validação empírica. Por outro lado, seria impossível proceder a uma validação experimental. O decisor racional deve, dentro de sua subjetividade, seguir o rumo indicado pelo procedimento. Na prática, admite-se certa tolerância (respaldada por uma análise de sensibilidade ou de estabilidade da precisão) por conta das simplificações requeridas quando do processo de modelagem.

De fato, tomadores de decisões confrontados com situações complexas em que a identificação de alternativas é difícil e ocorrem objetivos múltiplos e conflitantes, bem como incerteza, testemunham o precioso auxílio dos modelos para apoio às decisões.

A divergência de ocorrências entre as preferências dos proprietários (acionistas) e os administradores contratados pelos primeiros é uma questão constante nas empresas. Tais divergências de preferências podem ser explicadas pelas características dos acionistas no que tange à liquidez, ao controle acionário e do potencial de diversificação. Essas diferenças estarão refletidas em preferências por diferentes direcionadores de valor. Eles fornecem uma estimativa de como uma decisão operacional, tática ou estratégica afeta o valor da empresa, em comparação com as complexas técnicas utilizadas em avaliação. Sem ambigüidade a tomada de decisão pela maximização do valor da empresa é coerente uma vez que preserva o princípio da perpetuidade da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNSTEIN, Peter L. and DAMODARAN, Aswath. *Administração de Investimentos*, Porto Alegre: Bookman, 2000
- BUZZATO, Marcos A. *Valor: A Medida da Qualidade para a Competitividade*. IV Congresso Internacional de Custos, Acapulco, México, págs. 1287-1294, 1999
- CARVALHO, Luiz Carlos Ferreira de. T&D Estratégicos. In: *Manual de treinamento e desenvolvimento de pessoal*. São Paulo, Makron Books, 1994.
- COASE, Ronald. *The nature of the firm*. 2 ed., New York, Oxford, 1993.
- COOPER, R., and R. KAPLAN. *The design of cost Management Systems*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1991.
- COPELAND, T. et alii.. *Avaliação de Empresas*. Makron, São Paulo, 2000
- COPELAND, T., KOLLER, T and MURRIN, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, John Wiley & Sons, 1996.
- DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, New York, John Wiley & Sons, 1996.
- _____. *Finanças Corporativas Aplicadas – manual do usuário*, Porto Alegre-RS; Bookman, 2002.
- _____. *Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.
- HELFERT, Erich A. *Técnicas de Análise Financeira*. Bookman, Porto Alegre, 2000
- HORNGREN, Charles T; SUNDEM, Gary, STRATTON, William. *Introduction to management accounting*. Upper saddle: Prentice-Hall, Inc., 1996.
- _____. FOSTER, George and DATAR, Srikant M. *Cost Accounting: a managerial emphasis*. 9 ed. London: Prentice-Hall, Inc., 1997.
- KNIGHT, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit*. Nova York: Century Press.1964 (publicado originalmente em 1921).
- LEONE, George S. G. *Curso de Contabilidade de Custos*. São Paulo, Atlas, 1997.
- ORSSATTO, Carlos Henrique & MOURA JÚNIOR, Armando N. C. *Custos X Valor: Como Gerar Vantagem Competitiva através da Formação do Preço*. V Congresso Internacional de Custos, (297-311), Acapulco, México, 1997.
- RAPPAPORT, Alfred & MAUBOUSSIN, Michael J. *Análise de Investimentos: Como transformar incertezas em oportunidades lucrativas*. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- RICARDO, David. *Princípios de Economia Política e Tributação*. 2 ed., São Paulo, Abril Cultural, 1982.
- SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.
- STEWART, III, G. BENNETT, *The Quest for Value*, New York, HarperBusiness, 1991.
- VAN HORNE, James. *Financial Management and Policy*. Englewood Cliffs, Tenth Edition, Prentice Hall, 1995.