

## **GESTÃO BASEADA EM VALOR: UMA PESQUISA NO SETOR HOTELEIRO DO RIO GRANDE DO NORTE**

**Darlane Ribeiro Cunha**<sup>1</sup>

Av. Floriano Peixoto, 295 - Petrópolis

CEP: 59012-500 Natal/RN Brasil

Tel.: (84) 215.1128

E-mail: [darlane@unp.br](mailto:darlane@unp.br)

**Fábio Frezatti**<sup>2</sup>

Av. Prof. Luciano Gualberto, 908, FEA 3, sala 232 - Butantã

CEP: 05508-900 São Paulo/SP Brasil

Tel.: (11) 573.3542

E-mail: [frezatti@usp.br](mailto:frezatti@usp.br)

<sup>1</sup> Universidade Potiguar- UNP  
Departamento de Administração  
CEP: 59012-500 Natal/RN Brasil

<sup>2</sup> Universidade de São Paulo – USP/FEA  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Departamento de Contabilidade e Atuária  
CEP: 05508-900 São Paulo/SP Brasil

### **Resumo:**

O trabalho trata da gestão baseada em valor, que é uma abordagem que envolve a gestão da empresa como um todo, levando os gestores a repensarem os processos de gerenciamento, o que vai desde o desenvolvimento de estratégias até a definição de indicadores de desempenho. Este estudo contempla uma pesquisa de campo junto a oito empresas do setor hoteleiro do Rio Grande do Norte onde se investiga a utilização das métricas voltadas à geração de valor. O estudo demonstra que embora as medidas tradicionais voltadas ao lucro apresentem inúmeras limitações são elas que continuam tendo a preferência dos gestores, sendo utilizadas como objetivos financeiros, como indicadores de longo prazo e como parâmetros para distribuição dos lucros, apesar da existência de medidas baseadas em valor, consideradas bem mais completas e avançadas. Por fim, conclui-se que o conceito da gestão de valor não é empregado dentro da realidade empresarial investigada.

**Palavras-chave:** Valor; Gestão baseada no valor; Indicadores de desempenho; Valor econômico agregado e setor hoteleiro.

## **GESTÃO BASEADA EM VALOR: UMA PESQUISA NO SETOR HOTELEIRO DO RIO GRANDE DO NORTE**

### **1. Introdução**

O mercado globalizado e altamente competitivo, atrelado ao aumento no número de fusões, aquisições e parcerias desde a década passada, levaram proprietários e acionistas a se questionar quanto ao valor da suas empresas. De acordo com Rappaport (2001), antes da década de 90 as aplicações do conceito de valor para o acionista consistiam principalmente na avaliação de investimentos de capital e precificação de aquisições, com modelos de fluxo de caixa descontado. Atualmente, as empresas podem incorporar medidas de valor para o acionista ao planejamento e avaliação geral do desempenho de seus negócios. Nesse contexto, o conceito de valor é utilizado não somente nos processos para os quais eram anteriormente concebidos, mas também para o gerenciamento e como indicador de desempenho de uma empresa. Copeland, Koller & Murrin (2000, p.21) evidenciam a sua importância ao afirmarem que:

o valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa. Para compreender plenamente o processo de criação de valor é preciso usar uma perspectiva de longo prazo, gerenciar os fluxos de caixa tanto da demonstração de resultados como do balanço patrimonial e saber como comparar os fluxos de caixa de diferentes períodos ajustados por seus riscos.

Diversos autores também consideram o valor como o melhor indicador. Assaf Neto (1999) menciona ser este uma medida bem mais completa, e comenta que o valor leva em consideração nos seus cálculos a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento.

Assaf Neto (1999, p.2) ainda afirma que: “a gestão das empresas vem revelando importantes avanços em sua forma e atuação, saindo de uma postura convencional de busca do lucro e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas.”

Os lucros falham em medir as mudanças no valor econômico da empresa e há vários motivos relevantes pelos quais isso vem a ocorrer. Dentre eles, destaca-se que a necessidade de investimento e o risco são ignorados, bem como o fato de que as diversas formas de contabilização podem distorcer a comparabilidade. Assim, os indicadores de valor são considerados mais adequados para auxiliar os gestores no processo decisório. Entretanto, a

utilização de um indicador de forma isolada não traz grandes benefícios para uma empresa. É nesse contexto que surge a necessidade de uma nova forma de gerenciamento que utilize indicadores baseados no valor. A gestão baseada em valor vem como uma forma de gerenciamento que, utilizando conceitos da avaliação de empresas, visa a otimização do valor de um negócio.

Em resumo, a gestão baseada em valor considera a otimização do valor como principal objetivo financeiro, identifica as variáveis que exercem impacto na empresa, os *value drivers*, e cria estratégias objetivando a otimização do valor da empresa. Este sistema propõe a utilização de indicadores voltados à criação de valor. Assim, as métricas tradicionais voltadas ao lucro, consideradas como medidas tradicionais geradas pela contabilidade, tendem a ser substituídas pelas métricas baseadas em valor, que estão direcionadas para a geração de valor ao acionista.

Contudo, algumas pesquisas apontam o pouco conhecimento dos gestores de como avaliar o seu negócio, assim como a pequena utilização das métricas voltadas ao valor no gerenciamento de seus negócios. A pesquisa feita pela Simonsen & Associados no universo de 152 empresas do Estado de São Paulo, apenas 39% afirmaram avaliar o negócio de forma objetiva, enquanto 33% consideram que avaliam subjetivamente o negócio, cerca de 24% não sabem avaliar e 4% não responderam (Frezatti, 2001a). Outra pesquisa demonstra que muito embora as técnicas de medição do lucro residual, incluído o EVA<sup>1</sup> sejam consideradas eficientes, estas não são disseminadas no nosso país (Frezatti, 2001a). Esta não difusão, nas empresas analisadas, pode ter diversos motivos, e entre eles vislumbra-se o desconhecimento das métricas voltadas para geração de valor ao acionista, seus benefícios ao processo decisório, e a possibilidade da sua implantação em empresas de diversos segmentos e portes.

Assim, a questão de pesquisa que norteia este artigo é a seguinte: *os instrumentos de gestão de valor são encontrados como parte integrante das ferramentas gerenciais das empresas do setor hoteleiro do Rio Grande do Norte?* Como consequência, o estudo teve como objetivo geral investigar a utilização das métricas voltadas à geração de valor na gestão das empresas do setor hoteleiro do Rio Grande do Norte, e para tanto realizou entrevistas e aplicou questionários.

---

<sup>1</sup> O EVA e *Economic Value Added* são marcas registradas da *Stern Stewart & Co. (USA)*.

## 2. Referencial Teórico

A questão de pesquisa remete a discussão para algumas definições operacionais, que são: os indicadores de desempenho, os instrumentos de apuração do lucro residual e o processo de gestão de valor, tratados:

- **Indicadores de desempenho**

Os indicadores são essenciais para analisar o desempenho da empresa. Segundo Frezatti (2001b, p. 35) “devem indicar se a organização é saudável, se está melhorando, se está estável ou se está piorando nos intervalos de tempo que ela considera adequados”. São classificadas em: medidas de desempenho tradicionais, que são as voltadas ao lucro, e as medidas baseadas em valor. Araújo (2002, p.71) afirma que: “na concepção de técnicas modernas de gestão financeira, as medidas tradicionais de desempenho cedem espaço para ferramentas mais arrojadas. Em verdade, verifica-se o refinamento de técnicas já existentes e busca pela eficácia do sistema de gestão”. A substituição dos indicadores baseados no lucro pelos indicadores baseados no valor não leva em consideração apenas as deficiências dos indicadores baseados em lucro, mas os benefícios que a adoção dos indicadores de valor podem proporcionar para a empresa. Para Frezatti (1998, p.3), as principais vantagens dos indicadores baseado em valor são: Linguagem conceitual simplificada; Não implica em ruptura, mas sim agregação de conceitos; Um único instrumento atende a vários interesses. O EVA<sup>®</sup> pode ser utilizado para análise de desempenho interno da organização, análise de investimento e análise de mercado; Apura o resultado que remunera realmente todos os acionistas *stakeholders* envolvidos, levando em conta o risco e *Benchmarking* quando usado para análise externa.

A substituição dos indicadores baseados em lucro pelos indicadores baseados em valor realmente constitui uma tendência, e o EVA<sup>®</sup> é o indicador mais utilizado até o momento pelos que já adotaram os indicadores baseados em valor.

- **Instrumentos para apuração do lucro residual**

O conceito de Valor Econômico Agregado, apesar de ser popularizado na última década, na verdade não é novidade nos meios acadêmico e empresarial. Ele está nos livros clássicos de economia e é conhecido como lucro econômico ou lucro residual, isto é, resíduo que sobra depois que todos os custos tenham sido cobertos. O conceito de lucro residual foi recuperado e patentado por Joel Stern e Bennett G. Stewart durante a década

de 80, recebendo o título de EVA<sup>®</sup> (*Economic Value Added*). Contudo, a sua divulgação foi feita através do livro *The Quest for Value* publicado em 1991. Segundo Stewart (1991, p.2), é “o lucro operacional menos o custo de todo o capital empregado para produzir aqueles lucros.” Em termos de fórmula de cálculo, o cálculo do EVA<sup>®</sup> envolve três variáveis: o lucro operacional líquido após impostos (NOPAT), o capital total (TC) e o custo percentual de capital total (C%). A sua fórmula é a seguinte:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{C\% (TC)}$$

Apesar da simplicidade da fórmula, a determinação do EVA é feita de uma forma mais complexa, pois é necessário efetuar alguns ajustes no NOPAT, e no capital total, para determinar os demais tipos de EVA<sup>®</sup>, ou seja, EVA divulgado, sob medida ou verdadeiro. Segundo Araújo (2002, p.126), “vários são os ajustes necessários para sair de um sistema contábil objetivando lucro e rentabilidade e se chegar às premissas de valor”. A autora complementa que os principais ajustes propostos são: Critérios de correção monetária nas demonstrações contábeis; Reavaliação de ativos; Equivalência patrimonial; Arredamento mercantil; Apropriação de gastos com pesquisa e desenvolvimento; Reconhecimento de passivos de longo prazo à valor presente; Métodos de depreciação; Divulgação de contingência; Impostos e diferimento; Ativos intangíveis e Custo de oportunidade do capital.

Ainda para determinar o EVA<sup>®</sup>, é necessário definir o custo do capital. Segundo Ross, Westerfield & Jordan (2002), o custo de capital é obtido pela média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros após o imposto de renda.

Ao calcular o custo de capital, permite-se que a empresa fixe este como o retorno mínimo a ser aceito por ela em seus investimentos. Assim, quando o retorno é superior ao custo de capital, a empresa criou valor. Este custo pode ser utilizado como uma taxa referencial para decisões de aceitar ou rejeitar os investimentos, desprezando as alternativas que apresentam retornos incapazes de gerar valor para o negócio.

Observa-se que uma decisão gerencial pode aumentar o faturamento ou o fluxo de caixa, e ao mesmo tempo ser destruidora de valor, por apresentar um EVA negativo, ou seja, o seu lucro operacional ser inferior aos custos. Na metodologia do EVA<sup>®</sup>, a criação e destruição de valor são vistas de um modo bem simplificado. Um EVA<sup>®</sup> positivo significa que valor foi criado para o acionista, enquanto um EVA<sup>®</sup> negativo indica que houve destruição de valor. Existem algumas atitudes, entretanto, que melhoram o EVA<sup>®</sup>, que são: aumentar o

retorno sobre o capital empregado; aumentar o capital investido em projetos onde o custo de capital seja menor que o retorno de capital; utilizar o mesmo capital, obtendo-se lucros iguais ou maiores; reduzir o capital empregado em projetos em que os retornos fiquem abaixo do custo de capital; reduzir o custo do capital.

- **Gestão baseada em valor**

A *Value-Based Management* (VBM) é um sistema de gerenciamento que envolve a gestão da empresa como um todo, e que leva os gestores a repensar os processos, desde o desenvolvimento de estratégias até a definição de indicadores de desempenho. Copeland, Koller & Murrin (2000, p.86) afirmam que a gestão baseada em valor: “... é uma abordagem administrativa segundo a qual as aspirações da empresa, suas técnicas analíticas e seus processos gerenciais são alinhados para ajudá-la a maximizar seu valor”. Enfatizam a necessidade de dois componentes estarem presentes na empresa para que a mesma se torne plenamente voltada à criação de valor. O primeiro consiste em determinar o valor intrínseco da empresa. O segundo se constitui na criação de sistemas de gestão, voltados para a geração de valor. Este sistema envolve o estabelecimento de prioridades baseadas na criação de valor, o que implica que o planejamento, a mensuração de desempenho e os sistemas de remuneração sejam voltados para a geração de valor ao acionista, e se comunicar com os investidores em termos de criação de valor.

Segundo Young & O’Byrne (2000) existe uma confusão atualmente entre a gestão baseada em valor e o EVA<sup>®</sup>. A gestão baseada em valor é normalmente mais abrangente que o EVA<sup>®</sup>, apesar de alguns estudiosos os considerarem semelhantes ou até coincidentes. Na gestão baseada em valor, todos em uma organização priorizam ações que contribuam para o valor da empresa. Assim, todos os processos e sistemas importantes em uma companhia devem ser orientados para a criação de valor.

A gestão baseada em valor não constitui um indicador, mas um sistema de gerenciamento que possui um modelo próprio, auxiliando no processo decisório e que inclui a definição de estratégias para maximizar o valor da empresa. Já o EVA<sup>®</sup> constitui um indicador financeiro de longo prazo que pode ser utilizado na gestão baseada em valor, juntamente com os direcionadores de valor, na busca de maximizar o valor da empresa.

A gestão baseada em valor possui um modelo para auxiliar na criação de valor que é, segundo Copeland, Koller & Murrin (2000, p.90), “... a combinação de uma cultura voltada para a criação de valor e dos processos e sistemas administrativos necessários para traduzir essa cultura em ação”. Este modelo de gestão baseada em valor se

subdivide em etapas que são: definir a otimização de valor como objetivo financeiro; adotar uma cultura baseada em valor; identificar e analisar os *value drivers*; desenvolver e implantar estratégias voltadas para os principais *value drivers*; definir metas; desenvolver um plano de ação e pressupostos voltados ao cumprimento das metas; avaliar o desempenho.

Para o desenvolvimento do modelo de gestão se faz necessário ter a otimização do valor como meta financeira. Além disto é indispensável à criação de uma nova cultura organizacional voltada para este objetivo. Esta cultura organizacional proposta é elaborada a partir da definição de novas metas, linguagens e sistemas. Essa cultura vale-se não só dos indicadores financeiros, como também de indicadores não financeiros, que visam auxiliar na tomada de decisão, e funcionar como guia para os funcionários. Na gestão baseada em valor é indispensável identificar as variáveis que exercem impacto na organização, que são os *value drivers*, ou os direcionadores de valor. Esses podem ser considerados como parâmetros em que uma variação de seus indicadores causa uma modificação no valor da empresa.

Segundo Assaf Neto (1999, p.6), *“Direcionador de valor pode ser entendido como qualquer variável que exprime efetivamente uma influência sobre o valor da empresa.”*

Para otimização do seu valor, a empresa não pode atuar diretamente sobre o mesmo. Em sendo assim, ela atua sobre aquilo que pode influenciar o valor, os *value drivers*. Desta forma, os direcionadores de valor consistem numa ferramenta utilizada para atingir a meta da empresa.

**Figura 1 – Direcionadores de valor**



Fonte: RAPPAPORT (2001, p.196).

Existem diferentes tipos de classificação para os direcionadores de valor. Rappaport (2001) os classifica em *macrodirecionadores* e *microdirecionadores* como se observa na figura 1.

O valor de uma empresa é afetado pelos microdirecionadores. Contudo, devido à sua amplitude, se faz necessária a criação de variáveis, os microdirecionadores, variáveis estas que exercem influência nos microdirecionadores, e conseqüentemente no valor da empresa. Assim, por exemplo, participação da empresa no mercado constitui um microdirecionador, que exerce influência no valor da receita, que por sua vez consiste em um macrodirecionador.

Segundo Rappaport (2001), vários fatores podem influenciar no valor de uma empresa. Portanto a análise dos direcionadores de valor é um passo crítico na busca por iniciativas estratégicas, com maior impacto na criação de valor. Esta análise também contempla os seguintes passos: o desenvolvimento de um “mapa” dos direcionadores de valor do negócio; a identificação dos direcionadores que têm maior impacto sobre o valor; e a determinação dos direcionadores que podem ser influenciados pelos gestores.

De acordo com Young & O’Byrne (2000), para auxiliar aos gerentes no entendimento de quais ações do ano corrente têm possibilidade de aumentar o EVA<sup>®</sup> futuro, um conjunto de medidas diferentes é requerido. Estas medidas são os *value drivers* financeiros e não



financeiros. Assim, é possível a utilização dos indicadores não financeiros do *Balanced Scorecard* como *value drivers* não financeiros.

Copeland, Koller & Murrin (2000) propõem outra classificação para os *value drivers*, que consiste na divisão destes em três níveis: genérico, da unidade de negócio, e operacionais.

Porter (1986) menciona que uma empresa conseguirá uma vantagem competitiva sobre os seus rivais, caso opte por uma das estratégias competitivas genéricas, que são a liderança no custo total e a diferenciação. Complementa afirmando que a liderança nos custos se faz através de um conjunto de políticas funcionais orientadas para este objetivo básico, exigindo a construção agressiva de instalações em escala eficiente, uma perseguição vigorosa de redução de custo pela experiência, um controle rígido de custo e das despesas gerais. Custo baixo em relação aos concorrentes torna-se o tema central de toda a estratégia, embora outros itens, como por exemplo a qualidade, não possam ser ignorados.

A gestão baseada em valor, no que se refere à avaliação de desempenho, propõe que cada unidade de negócio tenha indicadores diferenciados de desempenho. Estes devem apresentar um vínculo entre as metas de curto e longo prazos, além de combinar medidas financeiras e não financeiras, baseadas nos *value drivers*, que servirão como base para a avaliação de desempenho e remuneração do sistema de incentivos.

Copeland, Koller & Murrin (2000) propõem a adoção destas métricas de avaliação de desempenho. O modelo de remuneração de acordo com a gestão baseada em valor deve conter incentivos para a criação de valor em todos os níveis da organização. Observa-se que a utilização de métricas é de acordo com a posição gerencial. Isto se dá em virtude dos diferentes tipos de decisão – estratégicas, táticas e operacionais –, a serem tomadas pelo respectivo gestor.

Como a gestão baseada em valor opera em todos os níveis, é necessário identificar o indicador mais adequado para servir de parâmetro para aquele gestor. A alta administração utiliza o retorno do acionista e o lucro econômico como indicadores de desempenho. A média gerência tem como indicadores o lucro econômico, o resultado antes do imposto e o capital. Já a baixa gerência utiliza o resultado antes do imposto, o capital e os *value drivers*. Os demais funcionários utilizam apenas os *value drivers*.

Young & O'Byrne (2000) afirmam que o EVA<sup>®</sup> não é o indicador mais apropriado para ser utilizado por gerentes de frente. Assim, segundo os mesmos autores, a utilização de direcionadores de valor seria uma medida mais adequada para aquele nível de gerência, pois relaciona o direcionador à área em que o gerente atua. Complementam enfatizando que a seleção de tais medidas se torna crucial, pois é necessário assegurar não somente

que estas se relacionem com as responsabilidades dos gerentes específicos, mas também estejam ligadas ao EVA<sup>®</sup>.

Rappaport (1999) também efetua um relacionamento entre as medidas de performance e os gestores, onde destaca que a alta administração utiliza o retorno ao acionista como medida para tomada de decisão. Já os executivos das áreas operacionais utilizam o valor agregado para o acionista, ou seja, uma medida semelhante ao EVA<sup>®</sup>. Os gerentes da linha e demais funcionários, por sua vez, utilizam como medida de desempenho os *value drivers*.

### 3. Questões Metodológicas da Pesquisa

Os principais aspectos metodológicos da pesquisa são:

Assim, a pesquisa foi realizada em oito hotéis. Optou-se por entrevistar os gestores de seis destes empreendimentos. A pesquisa ainda contou com as seguintes definições:

- **Tipo de pesquisa**

Trata-se de uma pesquisa exploratório-descritiva que segundo Lakatos & Marconi (2001) que têm por objetivo descrever completamente determinado fenômeno. Põem ser encontradas tanto descrições quantitativas e/ou qualitativas quanto acumulação de informações detalhadas como as obtidas por intermédio da observação participante. Dá-se precedência ao caráter representativo sistemático e, em consequência, os procedimentos de amostragem são flexíveis.

- **População e Amostra**

O universo da pesquisa abrangeu os hotéis de três estrelas e categorias superiores, e ainda aqueles que não classificados que possuíssem características similares aos classificados, considerando a matriz de classificação da EMBRATUR como parâmetro. Outro requisito considerado para seleção dos hotéis não classificados pela classificação oficial é que estes possuíssem 100 ou mais unidades habitacionais. Assim, o universo levantado consistiu em dezoito hotéis.

- **Forma de Coleta de Dados**

Levantando o tipo de perguntas a serem formuladas, como critério para seleção das empresas para compor a amostra considerou-se aquelas cujas características apontassem para a possibilidade de adoção de uma gestão baseada em valor, pelo que se levou em conta o porte das mesmas, visando identificar a amostra que melhor pudesse representar a realidade a ser estudada.

- **Estrutura das informações requeridas**

Como estrutura, a pesquisa focou alguns aspectos considerados importantes na análise do tema, a fim de responder a questão de pesquisa. São eles:

- Perfil dos hotéis identificando aqueles que têm conexão internacional e os locais;
- Meta financeira das entidades;
- Conceito de valor econômico;
- Percepção da contabilidade como utilidade no processo de gestão de valor;
- Estrutura e custo de capital.

Como decorrência da estruturação, os dados foram coletados a partir da constituição de blocos de questões consideradas nas entrevistas com as entidades.

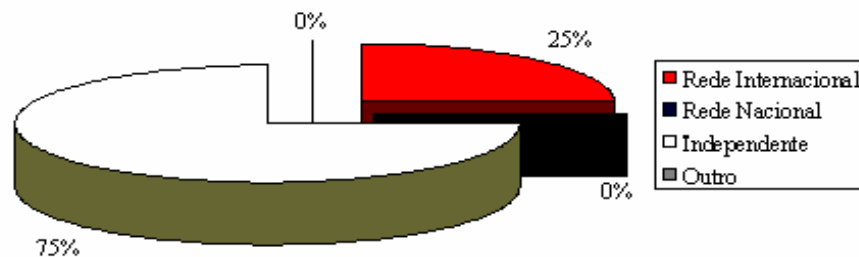
#### **4. Análise dos resultados**

Obtidos os dados na execução da pesquisa, passa-se a analisá-los e a discutir os seus resultados, a partir do que foi colhido nas entrevistas e questionários. Como a entrevista e o questionário utilizaram o mesmo modelo, optou-se por uma análise conjunta, sendo apresentada a análise dentro do desdobramento considerado:

- **Perfil**

Em relação ao perfil do hotel, 75% dos hotéis respondentes são independentes, 25% pertencem a redes internacionais e nenhum deles a redes nacionais ou outras, como se visualiza no gráfico a seguir:

**Figura 2– Propriedade da Unidade Hoteleira**



- **Meta financeira da entidade**

Considerando a importância de investigar qual a meta financeira dos hotéis objeto do estudo, foi formulada uma questão específica. Assim o que se observa nesta questão é uma grande diversidade de respostas, obteve-se 11 respostas, onde a meta de valor econômico foi considerada em apenas 9% das respostas. O lucro, considerado como uma medida tradicional que apresenta inúmeras desvantagens, já mencionadas, aparece como meta preferida, constando de 64% das respostas, como se demonstra no gráfico a seguir. O item aberto (outros), que representa 18% do número de respostas, obteve diversas respostas não relacionadas aos indicadores financeiros, como a satisfação do cliente, entre outros, cabendo destacar que o respondente que assinalou o valor econômico como meta financeira apontou também o lucro como meta.

**Figura 3 – Meta Financeira do Hotel**



- **Conceito de valor econômico**

Quanto perguntados quanto ao seu entendimento sobre o valor econômico, obteve-se 11 respostas. Apesar de grande parte dos respondentes declararem não utilizar o valor econômico como meta financeira, observou-se a vinculação do conceito de valor econômico pela capacidade de geração de caixa, representando um percentual 55% das respostas, o que se considerou a princípio bastante significativo.

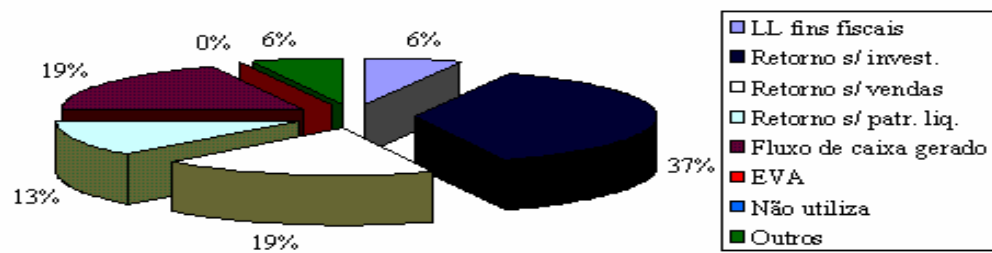
A alternativa que apontava o valor do patrimônio líquido como determinante do valor econômico de um negócio, correspondeu a 27% das preferências, enquanto o valor de mercado foi considerado em 18% das respostas, como sendo o fator determinante do valor do negócio, conforme se depreende da visualização do gráfico a seguir apresentado.

Entretanto, quando perguntados sobre o que constitui o valor econômico em uma questão completar e diversa, a maioria dos respondentes não soube precisar, e os que responderam não o fizeram adequadamente. Apenas um dos respondentes o fez de forma precisa.

Investigar a utilização de indicadores baseados em valor se faz necessária. A pesquisa indica que nenhum dos respondentes utiliza indicadores voltados ao valor. Foram obtidas 16 respostas a esta questão, onde o Retorno sobre o investimento é indicador o mais utilizado, obtendo 37% das respostas, seguido do fluxo de caixa gerado e do Retorno sobre vendas, cada qual com 19%, respectivamente. O Retorno sobre o patrimônio líquido obteve 13% das respostas. Enquanto o lucro líquido para fins fiscais contou apenas com 6% delas, assim como o item outros, especificado como lucro depreciado. Nenhum dos respondentes mencionou o EVA<sup>®</sup> ou outro indicador baseado no valor, considerados mais adequados e completos.

A escolha e a utilização de indicadores é de suma importância, pois é a partir do indicador que se analisa o desempenho da empresa determinando se a mesma é saudável, se está melhorando, se está estável ou se está piorando nos intervalos de tempo que ela considera adequados. Porém a decisão da escolha dos indicadores deve levar em consideração a forma de gerenciamento da empresa, entretanto é oportuno observar que a utilização de indicadores baseados no valor possibilita uma melhor análise do desempenho da empresa retratando a sua real situação.

**Figura 4– Indicadores Financeiros de Longo Prazo**

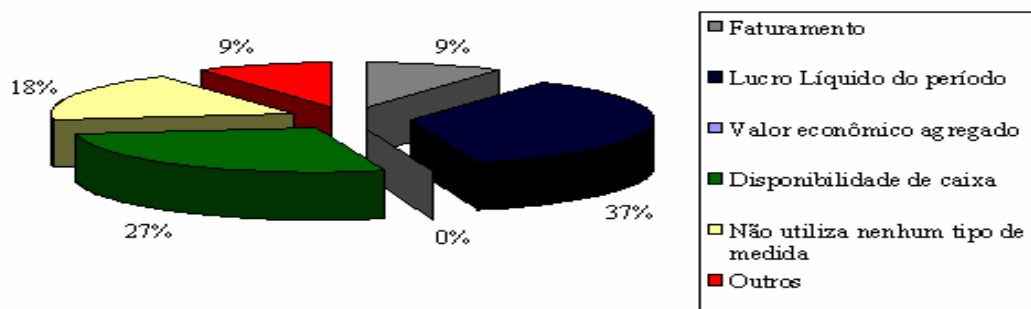


Em relação ao hotel que respondeu utilizar o valor econômico com meta financeira, verifica-se, após efetuar uma correlação entre a questão que aborda o valor econômico como meta financeira, com a que trata dos indicadores financeiros de longo prazo, que o mesmo utiliza como indicadores financeiros o lucro líquido apurado para fins fiscais e o retorno sobre o investimento, 50% cada um.

Ao utilizar o valor econômico como meta financeira pressupõe-se a utilização de indicadores voltados ao valor e não ao lucro, como observado. Assim se constata que a empresa não utiliza o valor econômico, ou se o faz, o é de uma forma inadequada.

Em relação às medidas utilizadas pelo hotel para tomada de decisão em relação à distribuição dos lucros, observa-se que foram obtidas 11 respostas a esta questão. Constata-se uma pulverização nas respostas, sendo o indicador que obteve um maior percentual delas, 37%, tenha sido o lucro líquido do período, seguido com 27% das respostas pela disponibilidade de caixa da empresa. Considerável também os 18% das respostas que indicam a não utilização de nenhum tipo de medida para essa finalidade, seguida de 9% para as outras opções e para o faturamento, respectivamente. O EVA<sup>®</sup> não obteve nenhuma indicação.

**Figura 5 – Medidas utilizadas para distribuição dos lucros**

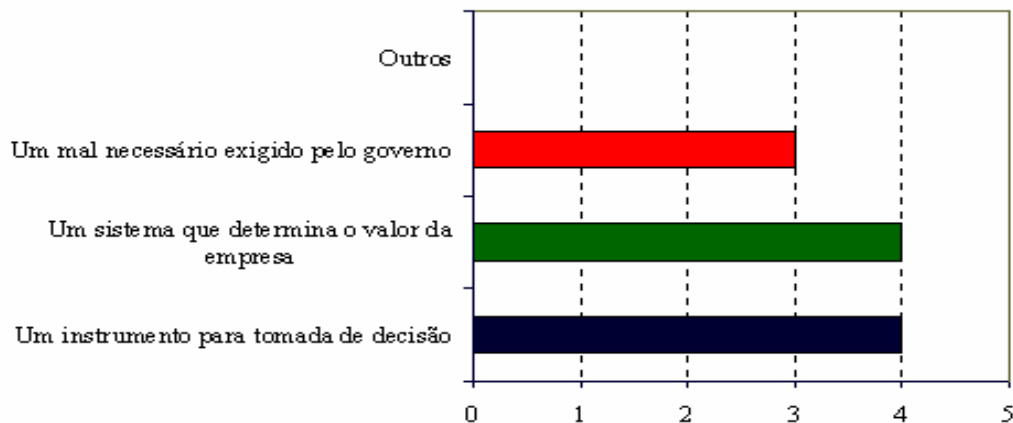


- **Percepção da contabilidade como utilidade no processo de gestão de valor**

Quanto questionados sobre o que a contabilidade representa foram obtidas 11 respostas. Observa-se que quatro hotéis da amostra consideram a contabilidade de uma forma adequada, ou seja, como um instrumento para tomada de decisão. Entretanto, o mesmo número de hotéis também a considera um sistema que determina o valor da empresa, o que demonstra um viés desses gestores sobre os objetivos da contabilidade.

A análise do gráfico também demonstra que três dos respondentes consideram a contabilidade um mal necessário exigido pelo governo.

**Figura 6– A contabilidade representa**  
(em números absolutos)



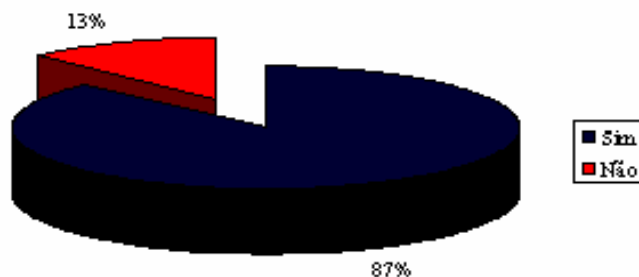
- **Estrutura e custo de capital**

Considera-se acertada a utilização do custo do capital próprio. Além disso, para calcular a forma mais simples do EVA<sup>®</sup>, o “EVA básico”, é necessário determinar o custo do capital próprio. Assim, se torna essencial conhecê-lo.

Quando questionado da utilização ou não do custo do capital próprio, 87% dos hotéis levam em consideração o custo do capital próprio na tomada de decisão, o que constitui em uma visão adequada. Porém, quando da análise da questão que indaga como é feito este cálculo, observam-se algumas incoerências. Observa-se que quatro dos hotéis pesquisados não responderam esta questão. Dois responderam de forma inadequada e apenas dois responderam de forma adequada. Vale lembrar que sete deles afirmaram que utilizavam o custo de capital próprio na tomada de decisão, o que indica que o custo do

capital próprio, preferencialmente aplicado, não é calculado corretamente por grande parte das empresas.

**Figura 7– Utilização de Capital Próprio**



Todo este levantamento teve por escopo contribuir para o auxílio do entendimento do tema abordado, bem como a aplicação dos conceitos de gestão baseada em valor adotados no presente trabalho.

## 5.Considerações Finais

A pesquisa empírica, realizada em oito hotéis do Rio Grande do Norte, apresenta como problema de pesquisa a utilização dos instrumentos de gestão de valor, por parte dessas empresas. Assim, se faz necessário averiguar se o conceito de valor econômico está claro para estas empresas, e se as mesmas utilizam o valor econômico como meta financeira, constituindo desta forma as condições preliminares para que se adote a gestão baseada em valor. A pesquisa revela os seguintes pontos principais:

- 9% das respostas sinalizavam para a utilização do valor econômico como meta financeira. Entretanto a indicação do valor econômico como meta financeira não implica num indício de gestão baseada em valor por parte daquela entidade, visto que o mesmo respondente apontou também o lucro como meta financeira.
- Quanto à conceituação do valor econômico, 55% das respostas sinalizaram para a vinculação do valor econômico à geração de caixa, o que inicialmente considerou-se positivo. Entretanto, quando da análise às respostas da questão aberta, sobre o que constitui valor econômico, observou-se uma realidade oposta, onde se



constatou que apenas um dos respondentes conceituou o valor econômico de forma adequada.

- Constatou-se que os hotéis objeto da pesquisa utilizam diversos indicadores financeiros de longo prazo, porém nenhum voltado ao valor. Todas as respostas a esta questão se voltaram para indicadores baseados no lucro, sendo o Retorno sobre o Investimento o mais utilizado entre eles, com 37% das respostas.
- As medidas baseadas em valor também não são utilizadas como parâmetro para a distribuição dos lucros. Observa-se que o lucro líquido do período conta com 37% das respostas, seguido de 27% que optaram pela disponibilidade de caixa da empresa.

Embora as medidas tradicionais voltadas ao lucro apresentem inúmeras limitações, como as mencionadas ao longo do trabalho, a pesquisa demonstra que são elas que continuam com a preferência dos gestores, sendo utilizadas como meta financeira, como indicadores de longo prazo e como parâmetro para distribuição dos lucros. Apesar da existência das métricas baseadas no valor, tidas como medidas bem mais completas e avançadas, consideradas, inclusive, uma evolução daquelas baseadas no lucro.

Diante dos resultados apresentados, observa-se que os conceitos da gestão baseada em valor não são empregados dentro da realidade empresarial investigada. Assim, constatou-se a ausência dos instrumentos de gestão de valor nas empresas hoteleiras do Rio Grande do Norte pesquisadas.

## 6. Referências Bibliográficas

ARAÚJO, Adriana M. P. de. Ajustes na Contabilidade Tradicional para uma Contabilidade Baseada em Valor. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor. Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos. São Paulo, junho de 1999.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas: *Valuation*. São Paulo: Makron Books, 2000.

FREZATTI, Fábio. Contribuição para o estudo do *Market Value Added* como indicador da eficiência na gestão do valor: uma análise das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores no ambiente brasileiro pós-plano real. Tese de Livre-docência em Contabilidade e Controladoria. São Paulo: FEA/USP, 2001a.

\_\_\_\_\_. Indicadores financeiros de longo prazo: comparação entre o retorno sobre o investimento e o lucro residual. *Revista de Administração da FEA/USP*, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 35-45, janeiro/março, 2001b.

\_\_\_\_\_. Valor da empresa: Avaliação de Ativos pela Abordagem do Resultado Econômico Residual. *Caderno de Estudos, FIPECAFI*, São Paulo, v. 10, n. 19, p. 57-69, setembro/dezembro, 1998.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, M.de A. Fundamentos de Metodologia Científica. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

PORTER, Michael E. Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 7ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

RAPPAPORT, Alfred. New thinking on how to link executive pay with performance. *Boston: Harvard Business Review*. vol. 77, Iss. 2, p. 91, March/April, 1999.

\_\_\_\_\_. Gerando Valor para o Acionista. São Paulo: Atlas, 2001.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. Princípios da Administração Financeira. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

STEWART, G. Bennett III. *The Quest for Value*. New York: Harper Business, 1991.

YOUNG, S. David ; O'BYRNE, Stephen F. *EVA and Value-Based Management: a practice guide to implamentation*. USA: Mc Graw Hill, 2000.