

A Perspectiva Financeira do Balanced Scorecard (BSC) e a Gestão Baseada em Valor (VBM): Uma aplicação no Planejamento Estratégico

João Carlos de Oliveira (UNIMEP) joliveir@lpnet.com.br
Clóvis Luiz Padoveze (UNIMEP) cpadoveze@romi.com.br
Mário Sacomano Neto (UNIMEP) msacomano@unimep.br
Wladimir Loesch Vianna (UNIMEP) wladimirloeschvianna@ig.com.br
Osvaldo Elias Farah (UNIMEP) ofarah@unimep.br

Resumo

Este artigo analisa a contribuição e aplicação da abordagem de gestão baseada em valor (VBM) no Balanced Scorecard (BSC), no contexto do processo estratégico, dando ênfase à perspectiva financeira pela aplicação das métricas do VBM. A perspectiva Financeira do BSC tem como propósito mostrar se o delineamento das estratégias das organizações estão contribuindo para a geração de valor econômico e o aumento da riqueza dos acionistas e demais stakeholders. Os objetivos estratégicos da organização devem estar alinhados às métricas de valor (indicadores), sendo na perspectiva financeira do BSC que acontece a integração, através do mapa estratégico.

Palavras chaves: EVA, CFROI, TBR, CVA, Criação de valor, Estratégia.

1 Introdução

Todas as organizações devem tomar decisões estratégicas tanto no nível corporativo como nas unidades de negócio. Decisões estratégicas corporativas envolvem a alocação de recursos, a composição de portfólio e as decisões relativas à estrutura de capital. Estas decisões determinam o campo de ação, a prioridade relativa dos negócios, e os recursos disponíveis. No nível das unidades de negócios, as decisões estratégicas incluem questões sobre quais produtos, quais mercados, como conquistar vantagem competitivas e se ou quando realizar investimentos significativos de capital (The Boston Consult Broup, 1998)

A administração gera valor através de três atividades-chave:

- tomando as decisões estratégicas corretas;*
- alinhando a organização de modo eficaz para a implementação destas decisões;*
- assegurando que os indivíduos na organização comportem-se apropriadamente.*

Uma estrutura eficaz de gestão incorpora um sistema de medição que assegura que atividades nestas áreas – estratégia, organização e comportamento – estejam alinhadas com o objetivo central da criação de valor. Um sistema de medidas apropriado irá também melhorar a qualidade da tomada de decisões e a execução em cada atividade (idem, 1998, p.1).

O Balanced Scorecard (BSC) está cada vez mais sendo utilizados pelas organizações para identificar os seus direcionadores fundamentais de valor. Como parte do apelo do modelo, ele pode resumir, às vezes em apenas uma página, um conjunto de indicadores prospectivos (passado) e perspectivas (futuro) de desempenho, baseado em diferentes perspectivas, tanto financeiras quanto não-financeiras. Embora o BSC não tenha sido criado com o pensamento no VBM (Gestão Baseada em Valor), a sua estrutura tem se mostrado bastante complementar (YOUNG e O'BYRNE, 2003).

Para as organizações orientadas a valor, o crescimento da geração de valor econômico futuros deve ser ainda o objetivo mais importante, especialmente para aquelas mais próximas no aspecto da estratégia; a utilização do BSC na figura da perspectiva financeira aliado as métricas do VBM, tornam não somente uma ferramenta de mensuração de desempenho, mas também um mecanismo para transmissão da visão estratégica.

Este artigo tem como objetivo aplicar a abordagem do VBM (Gestão Baseada em Valor) no Balanced Scorecard (BSC), especificamente em uma das suas perspectivas, a perspectiva financeira, como métricas de apoio a estratégia das organizações.

A estratégia do desenvolvimento do trabalho é orientada por uma pesquisa exploratória, bibliográfica e qualitativa, buscando conhecer com maior profundidade o assunto.

2 O Balanced Scorecard (BSC) e suas perspectivas

OLIVEIRA, et al., (2004, p. 151-152), comentam as razões para o surgimento do Balanced Scorecard.:

(...) as medidas financeiras registram e relatam parte da história dos fatos e ações passadas, mas não fornecem orientações adequadas para as decisões que devem ser realizadas hoje e amanhã, para criar valor financeiro futuro e agregar valor à empresa. Também, não ajudam muito os atuais gestores a atender a todas as prioridades das organizações modernas, que são: o cliente, o acionista, as pessoas, o futuro, a estratégia, o serviço, os processos internos, a liderança tecnológica, o aprendizado e a inovação.

Como consequência dessas críticas e constatações, no início dos anos 90 os americanos Robert Kaplan, professor da Harvard Business School, e David Norton, presidente do Renaissance WorldWide Strategy Group, começaram a questionar a validade da utilização de apenas indicadores financeiros para a gestão das empresas. Concluíram-se, então, que as empresas precisavam de um Balanced Scorecard, composto tanto de medidas financeiras como de medidas não financeiras, para manter ou expandir seu poder de competição.

Então, podemos definir o Balanced Scorecard (BSC) como um sistema de gestão que complementa as medidas financeiras do desempenho passado com as medidas dos fatores que impulsionam o desempenho futuro. Os objetivos e medidas do *scorecard* derivam da visão e estratégia da empresa. Resumidamente, o BSC é a tradução de estratégia em ação, ou seja, a sua razão de ser é tirar do papel os planos e metas estratégicas das organizações e difundi-los por todos os seus níveis (idem, 2004, p.2).

Para HERRERO FILHO (2005, p. 24), os desafios da gestão da estratégia baseada no Balanced Scorecard podem ser definidos como:

(...) a construção de uma estratégia competitiva que gera valor superior aos stakeholders utilizando como instrumento esse modelo de gestão, são os seguintes:

- Tornar a formulação e a implementação da estratégia um processo contínuo de aprendizagem, em que todos os profissionais da organização sejam envolvidos em todas as suas fases de desenvolvimento;

- Colocar a estratégia no centro do negócio e, conseqüentemente, no interior do processo gerencial;

- Integrar a estratégia no dia-a-dia operacional das pessoas;

- Assegurar a compreensão da estratégia por todos os colaboradores da organização, para o melhor desempenho de seus papéis.

- Descrever a estratégia da organização numa linguagem de fácil entendimento e de fácil explicação, a fim de estimular a troca de idéias e o envolvimento das pessoas.

- Traduzir a estratégia em um conjunto de indicadores financeiros e quantitativos para medir a eficiência e a eficácia do uso de ativos tangíveis e intangíveis, na geração de valor para a organização.

O BSC é formado por duas grandes matrizes, Uma delas apresenta os pontos críticos da estratégia, enquanto a outra, que alguns autores chamam de perspectivas, enumera as áreas ou setores nos quais serão implementadas as ações necessárias para a obtenção de sucesso do plano estratégico. Com isso, facilita para a organização a constante avaliação e controle de seu desempenho vinculado a sua estratégia, com base em **quatro perspectivas** : **Financeira; Clientes; Processos de negócios internos; aprendizado e crescimento.**

As perspectivas do Balanced Scorecard (BSC) refletem a estratégia da organização, e de acordo com a sua metodologia, a missão e a visão da empresa precisam ser traduzidas em objetivos e medidas que reflitam os interesses e as expectativas de seus principais stakeholders e que possam ser agrupadas (HERRERO FILHO, 2005, p.30):

*- **Perspectiva Financeira** : demonstra se a execução da estratégia está contribuindo para a melhoria dos resultados financeiros, em especial o lucro líquido, o retorno sobre o investimento, a criação de valor econômico e a geração de caixa. Segundo GALAS et al.(2004, apud KAPLAN e NORTON, 1997), “os indicadores dependem da fase do ciclo da vida em que se encontra a empresa ou unidade de negócios, sendo considerado três fases: **crescimento**, onde os níveis de investimento são elevados; **sustentação**, momento em que se espera o retorno do capital investido; e **colheita**, caracterizada pela maximização do fluxo de capital”.*

*- **Perspectiva dos Processos Internos**: identifica se os principais processo de negócios definidos na cadeia de valor da empresa estão contribuindo para a geração de valor percebido pelos clientes e atingimento dos objetivos financeiros da organização;*

*- **Perspectiva da Aprendizagem e Crescimento**: verifica se a aprendizagem, a obtenção de novos conhecimentos e o domínio de competências no nível do indivíduo, do grupo e das áreas de negócios estão desempenhando o papel de viabilizadores das outras perspectivas;*

- **Perspectiva do Cliente:** avalia se a proposição de valor da empresa para os clientes-alvo está produzindo os resultados esperados em termos de satisfação de clientes, conquista de novos clientes, retenção dos clientes, lucratividade de clientes e participação de mercado;

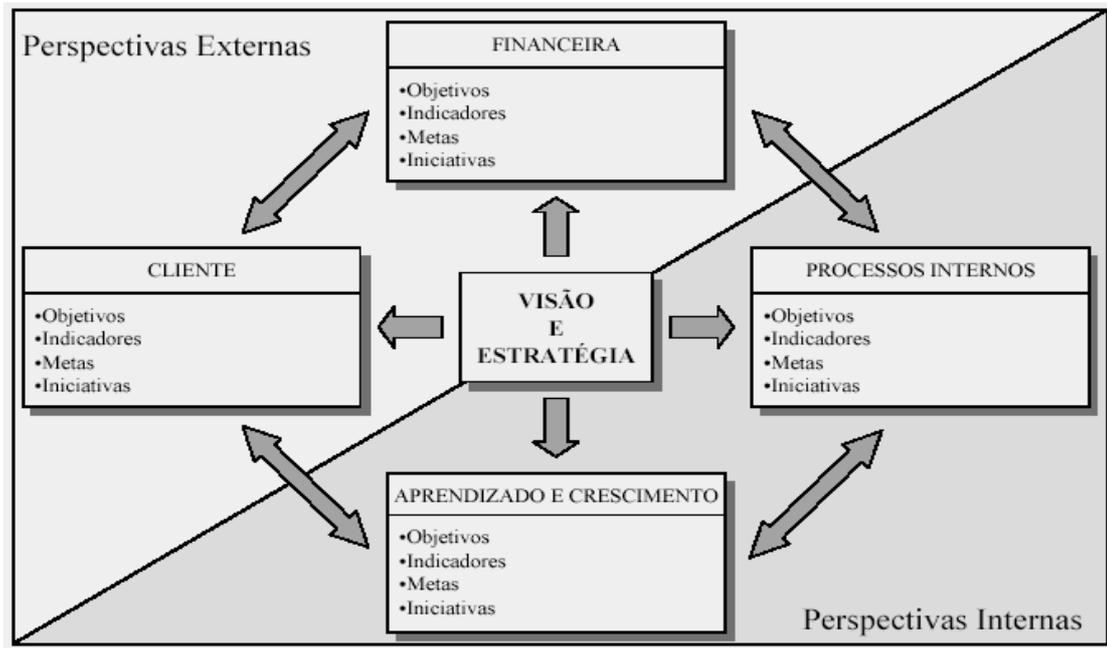


Figura 1. Estrutura do Balanced Scorecard – Fonte GALAS et al. (2004, apud KAPLAN e NORTON, 1997, p. 10)

3 A Gestão Baseada em Valor (VBM – Value Based Management)

A Value Based Management – VBM (Gestão Baseada em Valor), constitui um sistema de medida e recompensa elaborado para encorajar gestores a concentrar suas atividades na geração de valor para o acionista.

Saber se a estratégia gera valor econômico para o acionista, com um mundo incerto, só pode ser conhecida depois que a estratégia for implementada e utilizada por inteiro. Entretanto, o gestor operacional deve avaliar o sucesso ou a falha da estratégia em intervalos finitos ao longo do percurso para que os responsáveis possam ser recompensados por seu sucesso ou punido por suas falhas. As métricas típicas utilizadas para medir o desempenho periódico de uma empresa são baseadas em informações contábeis que estão prontamente disponíveis.

Exemplos, incluem lucro, crescimento em lucro ou índices financeiros de uma empresa, tais como a margem de lucro ou o retorno sobre o capital investido. Estas são quase sempre medidas de desempenho contábeis de período único que sofrem de duas importantes limitações. **Primeira**, uma vez que estas medidas de desempenho se baseiam somente em um período histórico de operações, não há razão para acreditar que elas sejam um bom indicador de valor a ser criado ao longo de toda a vida da organização. **Segunda**, os sistemas contábeis de informação não incorporam um custo de oportunidade do capital dos acionistas. Os sistemas VBM (gestão baseada em valor) tentam superar ambas limitações (MARTIN e PETTY, 2004).

Embora as ferramentas do VBM sejam conhecidas por vários nomes, três principais subgrupos do método estão atualmente em utilização:

- (1) *o método do fluxo de caixa livre como proposto de uma forma ou de outro pela McKinsey & Co. e LEK/Alçar (o modelo baseado no conceito do valor adicionado ao acionista);*
- (2) *o método valor econômico agregado/valor de mercado adicionado (EVA/MVA) concebido pela Stern Stewart & Co.;*
- (3) *o método retorno sobre o investimento base caixa/retorno total do acionista (CFROI / TSR) utilizado pelo Boston Consulting Group. No Brasil, essa metodologia recebe o nome de GVA – Gerenciamento de Valor ao Acionista, adaptada para a condição brasileira pela FGV-SP e BCG “.(Idem, 2004, p. 9)*

Para muitas empresas as novas métricas de gestão baseada em valor (VBM) substituíram com sucesso as ferramentas-padrão baseadas na contabilidade (lucros por ação, retorno sobre o investimento – ROI) para medir o desempenho das operações em andamento da empresa como um todo.

3.1 Valor econômico agregado (EVA – Economic Value Added)

O valor econômico agregado (EVA) é definido por ASSAF NETO (2003, p. 174), como sendo:

*(...) o resultado apurado pela empresa que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas). É um indicador sobre se a empresa está criando ou destruindo valor por meio de um resultado definido como **supranormal**, por David Ricardo no início do século retrasado (1820). A partir de então, a medida foi sendo adotada por um número cada vez maior de empresas e recebendo diferentes denominações. Sua popularização maior deu-se com a denominação Economic Value Added (EVA – marca registrada de propriedade da Stern & Stewart).*

O cálculo do EVA exige o conhecimento do custo total de capital da empresa (WACC – Weithted Average Cost of Capital – custo médio ponderado de capital), o qual é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros) ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado (fixo e de giro). Representa, em essência, o custo de oportunidade aplicado por credores e acionistas como forma de compensar o risco assumido no negócio.

- (+) Lucro Operacional (líquido do imposto renda)
- (--) Custo total de capital (WACC x investimento)
- (=) Valor Econômico Agregado (EVA)

3.2 Valor adicionado base caixa (CVA - Cash Value Added)

O BCG (Boston Consulting Group, 1998) desenvolveu uma métrica do lucro econômico chamado *valor adicionado base caixa* (CVA), que é defendida pelo BCG como uma melhoria sobre o *valor econômico agregado* (EVA), pois o CVA se baseia em fluxos de caixa e não em lucro.

O CVA é medido como o fluxo de caixa operacional, menos a depreciação econômica (chamado de fluxo de caixa sustentável), menos uma despesa de capital sobre o montante total de caixa investido no negócio. A despesa de capital importa um custo pelo uso de todo o capital que está sendo utilizado pela empresa, e é igual ao custo de capital da empresa vezes o montante bruto de capital empregado (MARTIN e PETTY, 2004).

- (+) Fluxo de Caixa Operacional
- (--) Depreciação econômica
- (--) Despesa de capital (WACC x investimento bruto)
- (=) Valor adicionado base caixa (CVA)

3.3 Retorno sobre o investimento base caixa (CFROI - Cash Flow Return on Investment)

O CFROI representa uma métrica econômica do desempenho de uma empresa e, como tal, busca capturar as taxas de retorno médias básicas implícitas nos projetos de investimentos da empresa. O BCG define o CFROI como “*o fluxo de caixa sustentável que uma empresa gera em um determinado ano como uma porcentagem do caixa investido nos ativos da empresa*”. O BCG cita três principais vantagens do CFROI. (MARTIN e PETTY, 2004).

- (1) converte os lucro contábeis em fluxos de caixa (caixa gerado antes dos investimentos de capital);
- (2) Lida com o caixa total investido em um negócio para produzir aqueles fluxos de caixa em vez de lidar com valores de livro depreciados; e
- (3) Reconhece o período de vida sobre o qual os ativos produzirão os fluxos de caixa.

Ao calcular o CFROI, o BCG pressupõe que os ativos da empresa continuarão a gerar os mesmos fluxos de caixa reais ao longo do período de vida média do ativo. Uma vez que o BCG tenta calcular uma medida do desempenho atual, ele pressupõe que os fluxos de caixa reais da empresa não aumentam nem diminuem em períodos futuros. O CFROI, portanto, representa o retorno médio sobre todos os projetos existentes da empresa em um determinado momento.

- (+) **Receitas base caixa**
- (--) **Custos / despesas operacionais base caixa**
- (=) **Fluxo de caixa operacional** (caixa gerado pela atividade operacional)
- (/) **Investimentos em Ativos** (total de recursos, base caixa, aportados pelos investidores na atividade operacional e que precisam ser remunerados ao menos ao seu custo de oportunidade)
- (=) **CFROI (%)**

3.4 Valor Agregado de Mercado (MVA - Market Value Added)

HERRERO FILHO (2005) define o MVA como sendo a diferença entre o valor de mercado de uma organização e o capital investido, tanto próprio como de terceiros. Assim, o MVA pode ser calculado por meio da seguinte equação:

- (+) Quantidade Ações
- (x) Preço Unitário das Ações
- (=) **Valor de Mercado da Empresa**
- (--) Capital Investido (próprio + terceiros)
- (=) **MVA – Valor Agregado de Mercado**

Pode-se ter uma outra abordagem, considerando que o valor de mercado de uma empresa depende do sucesso das estratégias de negócios em criar valor econômico agregado (EVA), isto é, depende do valor presente de seus futuros EVAs. Então, uma nova equação pode ser montada:

- (+) Valor Presente dos EVAs Futuros
- (+) Capital Investido (próprio + terceiros)
- (=) **Valor de Mercado da Empresa**
- (--) Capital Investido (próprio + terceiros)
- (=) **MVA – Valor Agregado de Mercado**

Um dos aspectos mais importantes da abordagem do MVA é que ele mostra como a alta administração de uma empresa, ao implementar novas estratégias de negócios, pode criar ou destruir valor para os acionistas e, em consequência, afetar o valor de mercado da empresa.

3.5 Retorno Total do Acionista (TSR – Total Sharehold Return) e Retorno Total do Negócio (TBR – Total Business Return).

A ligação entre o TSR e o TBR e os direcionadores de valor relacionados é mostrada na Figura 2, onde os direcionadores de valor básicos são indicados como sendo a lucratividade medida pelo retorno sobre o capital investido, crescimento em novos investimentos e fluxos de caixa.

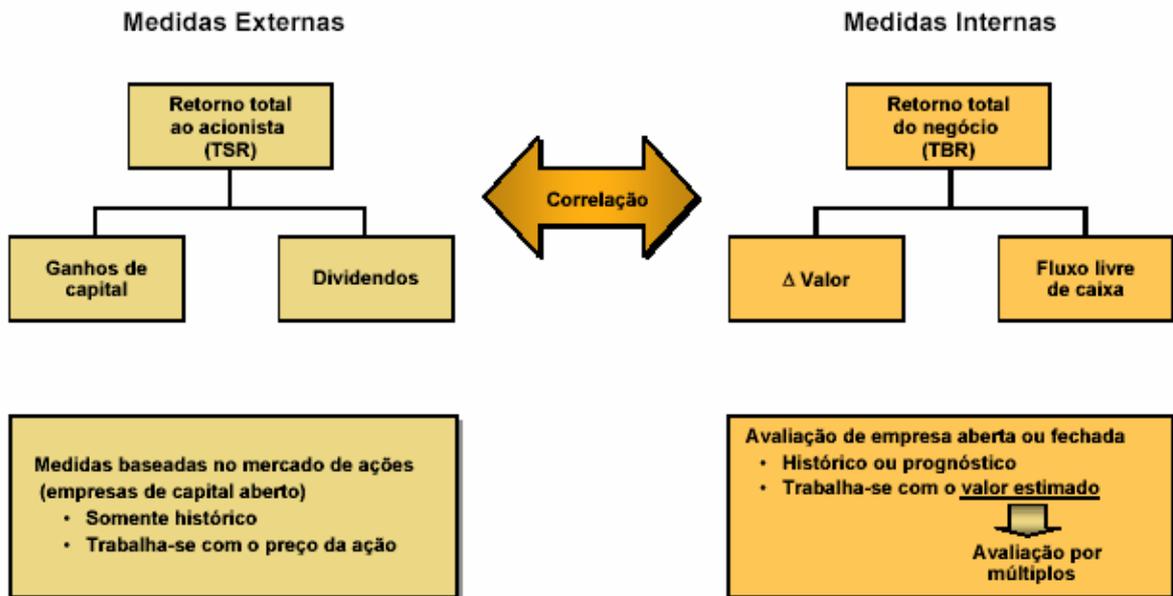
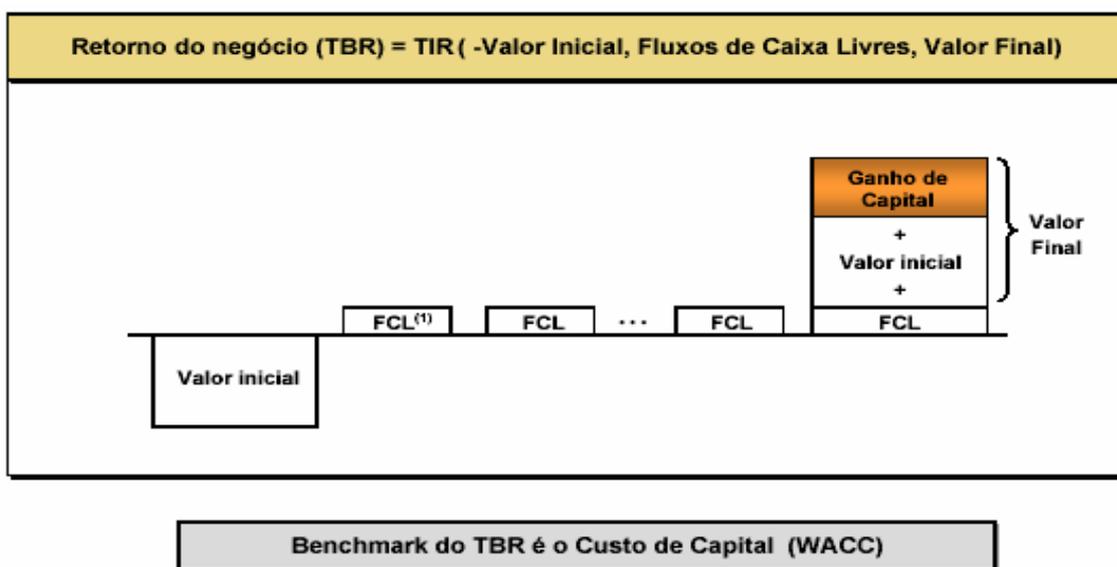


Figura 2 – Métricas Externas (TSR) e as Internas (TBR) de Geração de Valor Agregado
 Fonte: BCG , The Boston Consult Group (1998)

A ligação entre o TSR e o TBR e os direcionadores de valor relacionados é mostrada na acima, onde os direcionadores de valor básicos são indicados como sendo a lucratividade medida pelo retorno sobre o capital investido, crescimento em novos investimentos e fluxos de caixa livres.

O Retorno Total do Negócio (TBR), por sua vez, calcula a taxa de retorno do valor gerado por um negócio, num dado horizonte de tempo. O TBR é influenciado pelos seguintes fatores: a **lucratividade dos ativos** existentes, o **crescimento do negócio**, os **fluxos de caixa livres** e o **custo do capital**, sendo calculado aplicando a taxa interna de retorno (TIR) para medir o retorno ao longo de períodos múltiplos, conforme figura 3.



(1) FCL = Fluxo de Caixa Livre

Figura 3 – Esquema de Cálculo do (TBR) de Geração de Valor Agregado
Fonte: BCG , The Boston Consult Group (1998)

4 A Perspectiva Financeira do BSC e a VBM (Uma aplicação no Planejamento Estratégico)

A perspectiva financeira tem por objetivo mostrar se as escolhas estratégicas implementadas por uma organização estão contribuindo para a elevação do valor de mercado da empresa, para a geração de valor econômico e propiciando aumento da riqueza dos acionistas.

Na metodologia do Balanced Scorecard (BSC), a perspectiva financeira também possibilita identificar se o desempenho dos ativos intangíveis da organização e as outras áreas de desempenho não financeiro, como, por exemplo, a satisfação dos clientes, a inovação de produtos e a retenção de talentos estão contribuindo para a geração de valor, em função da estratégia escolhida pela organização.

Na figura 4 mostra a **perspectiva financeira** no Mapa Estratégico do BSC, onde indica se a estratégia de uma empresa e sua implementação estão gerando valor agregado para os acionistas e demais stakeholders.

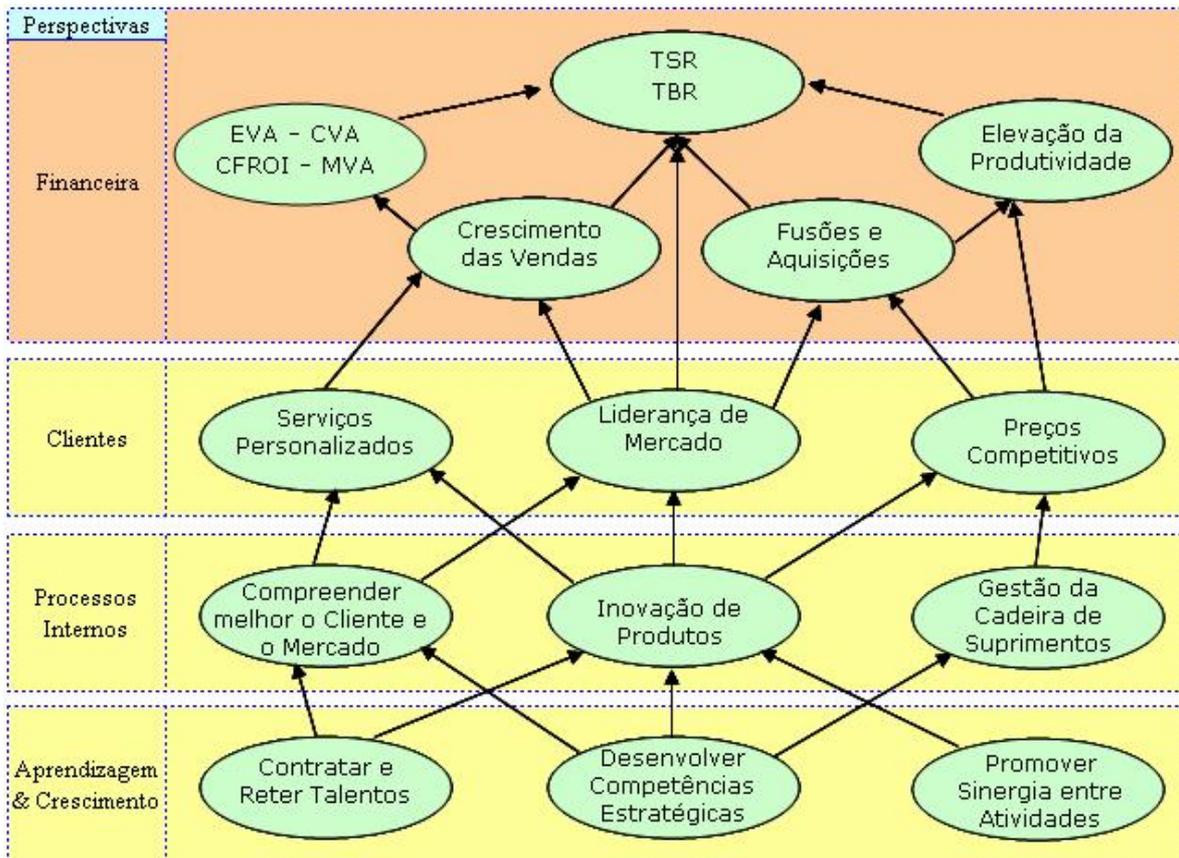


Figura 4 – O Mapa Estratégico com ênfase na Perspectiva Financeira
 Fonte: HERRERO FILHO (2005, p.97)

4.1 Os Objetivos Estratégicos da Perspectiva Financeira

HERRERO FILHO (2005), comenta como é na perspectiva financeira, que preferencialmente acontece a integração do Balanced Scorecard (BSC) e a Gestão Baseada em Valor (VBM); os objetivos estratégicos da organização devem estar alinhados aos direcionadores de valor. Assim, as empresas que adotam o BSC como sistema de gestão poderiam escolher, por exemplo, os seguintes objetivos estratégicos mostrado na figura 5.

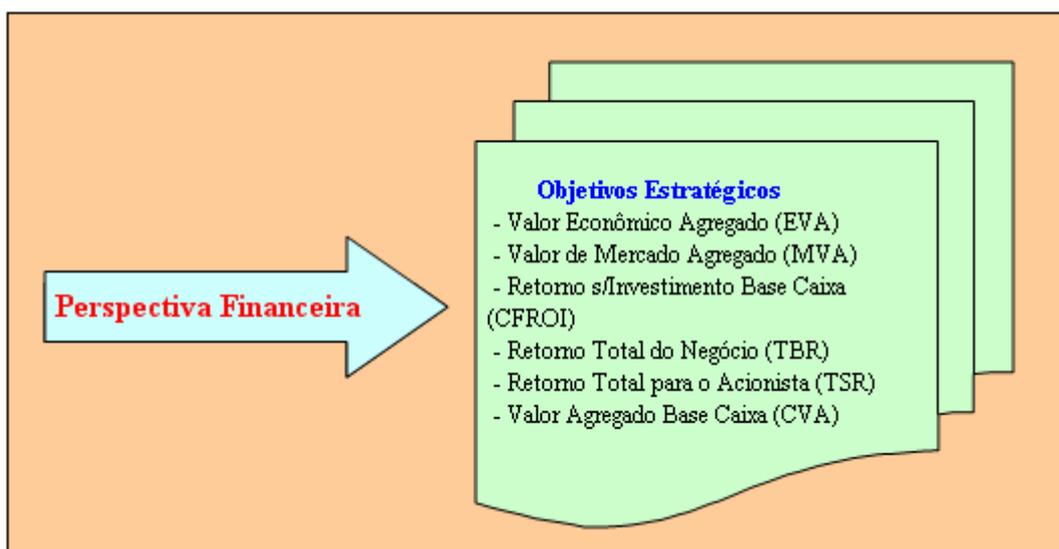


Figura 5 – Objetivos Estratégicos da Perspectiva Financeira
 Fonte: HERRERO FILHO (2005, p. 94)



Figura 6 – Os Objetivos Estratégicos derivam dos Tema Estratégicos

Fonte: HERRERO FILHO (2005, p. 94)

Na metodologia do BSC, os objetivos estratégicos das quatro perspectivas de valor devem derivar da missão e da visão da organização. Nesse sentido, a equipe do projeto, tomando como referência os principais temas estratégicos sugeridos pela diretoria e gestores da empresa, nas entrevistas e nos workshops, começa o importante trabalho de identificação, seleção e priorização dos objetivos, a partir da perspectiva financeira. A figura 6, acima, apresenta uma ilustração desse processo.

4.2 Aplicação de Três Métricas (VBM) na Perspectiva Financeira (BSC) – Um exemplo Numérico.

ITENS	Periodos de PLANEJAMENTO					
	1	2	3	4	5	
Receita Operacional Bruta	(+)	\$ 38.000	41.800	45.980	50.578	55.636
Impostos sobre Vendas (18%)	(-)	\$ 6.840	7.524	8.276	9.104	10.014
Receita Operacional Líquida	(=)	\$ 31.160	34.276	37.704	41.474	45.621
Custos Operacionais (sem depreciação)	(-)	\$ 18.696	20.566	22.622	24.884	27.373
Despesas Operacionais (sem deprec.)	(-)	\$ 4.674	5.141	5.656	6.221	6.843
1- EBITDA (Fluxo de Caixa Amplo)	(=)	\$ 7.790	8.569	9.426	10.368	11.405
Impostos (IRPJ e CS = 35%)	(-)	\$ 2.727	2.999	3.299	3.629	3.992
2- FCO (Fluxo de Caixa Operacional)	(=)	\$ 5.064	5.570	6.127	6.740	7.413
FCO (Fluxo de Caixa Operacional)	(+)	\$ 5.064	5.570	6.127	6.740	7.413
Depreciação econômica (a)	(-)	\$ 582	590	599	608	619
Custo do capital (WACC) (b)	(-)	\$ 1.874	1.901	1.932	1.965	2.001
3- CVA (Valor Agregado Base Caixa)	(=)	\$ 2.607	3.078	3.597	4.167	4.794
FCO (Fluxo caixa operacional)	(+)	\$ 5.064	5.570	6.127	6.740	7.413
Capital bruto investido (/)	(/)	\$ 18.740	19.014	19.315	19.647	20.012
4- CFROI (retorno s/ invest. Base caixa)	(=) % aa	27%	29%	32%	34%	37%
FCO (Fluxo caixa operacional)	(+)	\$ 5.064	5.570	6.127	6.740	7.413
Investimentos (Imobilizado - novos)	(-)	\$ 2.500	2.750	3.025	3.328	3.660
5- FCL (Fluxo de Caixa Livre)	(=)	\$ 2.564	2.820	3.102	3.412	3.753
FCL (Fluxo de Caixa Livre)	(+)	\$ 2.564	2.820	3.102	3.412	3.753
Valor da Empresa (c)	(+)	\$ 50.791				74.363
BASE CALCULO da TBR	(=)	\$ (50.791)	2.820	3.102	3.412	78.116
6- TBR (Retorno Total Negócio) - TIR s/ Base	% aa					15,6%

Quadro 1 – Cálculos das Métricas CVA, CFROI e TBR

Fonte: elaborado pelos autores

1- WACC (custo médio capital)	(b) (=)	\$	1.874	1.901	1.932	1.965	2.001
Custo de capital (WACC)	(x)	%aa	10%	10%	10%	10%	10%
Capital bruto investido	(=)	\$	18.740	19.014	19.315	19.647	20.012
Imobilizado (Bens) - existentes	(+)	\$	16.000	16.000	16.000	16.000	16.000
Imobilizado (Bens) - novos	(+)	\$	2.500	2.750	3.025	3.328	3.660
Capital Giro (estoque materiais)	(+)	\$	180	198	218	240	264
Diferido (pré-operacionais)	(+)	\$	60	66	73	80	88
2- Depreciação econômica	(a) PMT	\$	582	590	599	608	619
Imobilizado (Bens) - incluso novos	FV	\$	18.500	18.750	19.025	19.328	19.660
Taxa (% aa) - WACC	i		10%	10%	10%	10%	10%
Periodos (anos) - médio todos bens	n		15	15	15	15	15
3- Valor da Empresa	(c) (=)	\$	50.791	55.870	61.457	67.603	74.363
EBITDA	(+)	\$	7.790	8.569	9.426	10.368	11.405
Multiplo - 6,52 x EBITDA	(x)		6,52	6,52	6,52	6,52	6,52
4 - WACC (custo do capital)		10%	Custo médio ponderado capital (próprio+terceiros) - % imputado				

Quadro 2 – Detalhes dos Cálculos do Quadro 1

Fonte: elaborado pelos autores

O custo médio ponderado de capital (WACC – Wighted Average Cost of Capital) é a taxa de desconto utilizada, correspondendo a média ponderada entre os custos do capital de terceiros e o custo do capital próprio. O quadro 3 mostra a sua obtenção.

Fonte do Capital	Peso (%)	Custo (% aa)	Custo Ponderado (%)
Capital de Terceiros	30	5,2	1,6
Capital Próprio	70	12	8,4
CUSTO DO CAPITAL	100	---	10,0

Quadro 3 – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Fonte: HERRERO FILHO (2005, p. 78)

No calculo do **valor da empresa** utilizado no quadro 2, item 3, foi o método da avaliação relativa, também conhecido como método dos múltiplos. Esse método pressupõe que o valor de uma empresa pode ser estimado em função dos múltiplos de outras empresas (empresas comparáveis). O múltiplo de EBITDA, dentre vários praticados, é o mais utilizado para se determinar o valor de empresas para fins de fusões e aquisições (HERRERO FILHO, 2005).

Com base em levantamento dos EBITDAs de várias empresas comparáveis, são efetuados cálculos estatísticos (regressão linear) com grau de confiança aceitável, encontrando um múltiplo, no exemplo hipotético foi o EBITDA, que efetuando a multiplicação determina-se o valor da empresa (para o ano 1, o valor da empresa \$50.791, múltiplo de 6,52 vezes o EBITDA de \$ 7.790).

A **depreciação econômica** considerada representa a parcela anual necessária para constituir um “fundo”, que devem ser gerados para manter os ativos (bens) atualizadas fisicamente, tecnologicamente e mercadologicamente. Os recursos reservados devem ser suficientes para substituir os bens no fim da vida útil.

No quadro 1, item 3, demonstra que para o exemplo, os **CVAs** são positivos para os períodos de planejamento, o que representa a geração de valor aos acionistas, pois os resultados das operações (FCO) foram suficientes para remunerar o capital próprio e o de terceiros (WACC) e também, reservar valores para no futuro possibilitar a substituição dos ativos imobilizados (depreciação econômica), tendo no resultado final a geração de riqueza para a organização.

O **retorno sobre o investimento base caixa (CFROI)** calculado no quadro 1, item 4, para cada ano, todos os percentuais apurados estão acima de 10% (WACC); o que representa um retorno acima dos exigidos pelos investidores (acionistas e terceiros).

O **retorno total do negócio (TBR)**, calculado no quadro 1, item 6, em 15,6% representa o retorno gerado no negócio no horizonte de longo prazo, acima do mínimo estipulado pelos acionistas (WACC = 10%).

5 Conclusões

O Balanced Scorecard (BSC) procura traduzir a estratégia de uma empresa em objetivos e iniciativas que sejam entendidos por todos os participantes da organização. Uma estratégia gera valor econômico agregado somente se o retorno sobre os investimentos associados à sua formulação e à sua implementação for superior ao custo de capital. Além disso, é a geração de valor sustentável que demonstra se uma empresa possui, ou não, uma vantagem competitiva.

O fluxo de valor de uma estratégia, nas abordagens do BSC e VBM, mostra como as estratégias devem ser traduzidas em direcionadores de valor (financeiros), que, por sua vez, devem ser integrados às perspectivas de valor para poderem gerar riqueza à organização.

A gestão baseada em valor (VBM) irá possibilitar um melhor entendimento do fluxo de valor no Balanced Scorecard (BSC), entre a perspectiva financeira e as perspectivas do cliente, dos processos internos e de aprendizagem e renovação.

6- Referências Bibliográficas

ASSAF NETO, *Alexandre. Finanças Corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

BCG, The Boston Consult Group, *O Desafio da Geração de Valor para o Acionista*. Vol. I-II. São Paulo: FGV, 1998.

BEUREN, Ilse Maria (organizadora). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2003

GALAS, Eduardo Santos e PONTE, Vera M. Rodrigues. *O Equilíbrio dos Indicadores do BSC: Um estudo em empresas cerarenses*. XXVIII congresso EnANPAD, Curitiba, 2004.

HERRERO FILHO, Emílio. *BSC e a Gestão Estratégica*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

KAPLAN, Robert S. e NORTON, Davi P. *Mapas Estratégicos: convertendo ativos intangíveis em resultados tangíveis*. 3ª. Edição. São Paulo: Campus, 2004.

MARTINS, John e PETTY, J. William. *Gestão Baseada em Valor*. Rio Janeiro: Qualitymark, 2004.

YOUNG, S. David e O'BYRNE, S.F. *EVA e Gestão Baseada em Valor*. São Paulo: Bookman., 2003.