

## QUESTÕES PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NA NOVA ECONOMIA

César Augusto Tibúrcio Silva\*

Jameson Reinaux da Cunha\*\*

**Sinopse:** O texto apresenta algumas questões importantes para o processo de avaliação de empresas da nova economia. O estudo concentra-se em determinar como quatro métodos usualmente utilizados em avaliação — fluxo de caixa descontado, lucro residual, múltiplo e valor de mercado — conseguem responder às seguintes questões: uma empresa precisa ter lucro?; como o custo de transação pode afetar a avaliação da empresa?; qual o papel do custo de distribuição?; o investimento em tecnologia aumentou a produtividade das empresas?; para onde vai o ganho?; o nível de risco será afetado?; o lucro continua sendo a medida mais relevante de desempenho de uma empresa?; e se o custo médio ponderado do capital é mais elevado. Em outras palavras, o texto procura direcionar a discussão para saber se os métodos de avaliação existentes são adequados para as empresas da nova economia.

**Palavras-chave:** Avaliação de empresas. Nova economia. Lucro. Fluxo de caixa descontado.

**Abstract:** The text presents a few important issues on the process of evaluating companies of the new economy. The work concentrates on determining how four commonly used valuation methods — discounted cash flow, residual profit, multiple and market value — are able to answer the following questions: does a company need profit?; how can the transaction cost affect the valuation of a company?; what is the role of distribution cost?; did the investment in technology increase productivity in companies?; where is gain going?; will the level of risk be affected?; is profit still the most relevant tool to evaluate the performance of a company?; and, what if the WACC is more elevated? In other words, the paper directs the discussion to whether the existing valuation methods are adequate to companies of the new economy.

**Key words:** Evaluation of companies. New economy. Profit. Discounted cash flow.

### 1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da tecnologia observado nas últimas décadas tem criado algumas dificuldades na mensuração do processo de criação de riqueza. A denominada nova economia, termo utilizado para designar as empresas surgidas a partir do desenvolvimento da tecnologia computacional, em especial, do microcomputador e da rede de comunicação mundial (internet), tem levantado dúvidas sobre essa mensuração. A lógica é que o método de

---

\* Doutor em Contabilidade e Controladoria. Professor da Universidade de Brasília. (tiburciosilva@aol.com).

\*\* Mestre em Ciências Contábeis pela UnB. Professor de Controladoria e Planejamento Empresarial da Faculdade Michelangelo. Chefe do Departamento de Orçamento e Custos da ECT – Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos. (jameson@correios.com.br).

avaliação desenvolvido para economias industriais não pode ser aplicado para setores de tecnologia. A polêmica sobre a importância de uma empresa de internet ter ou não lucro é apenas um sintoma de aspectos mais abrangentes. O objetivo desse texto é mostrar se as principais metodologias de avaliação conseguem captar as principais questões que estão sendo colocadas pelas empresas da nova economia.

Esse texto procura estudar inicialmente as metodologias mais usuais para avaliação de empresas: o fluxo de caixa descontado, o lucro residual, o múltiplo e o valor de mercado. Depois apresentam-se uma série de aspectos que podem afetar a avaliação de empresas da nova economia. Algumas das questões levantadas são respondidas no texto; outras, acredita-se que se faz necessário uma maior reflexão antes de se ter uma resposta definitiva. Finalmente, apresentam-se algumas conclusões.

## **2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO**

Apesar da existência de vários métodos de avaliação, geralmente a literatura da área tem centrado sua atenção em quatro desses métodos: fluxo de caixa descontado, lucro residual, múltiplo e valor de mercado. Existem outros métodos que podem ser utilizados, mas que são extensões das técnicas citadas, como é o caso da teoria de opção, que pode ser considerada um refinamento do fluxo de caixa descontado.

O *fluxo de caixa descontado* é o método de avaliação mais popular entre os teóricos, sendo bastante recomendado na bibliografia existente. (Ver, por exemplo, COPELAND *et al.*, 1999). Além disso, o fluxo de caixa descontado é o método referenciado nas transações de compra e venda de grandes empresas e em processos de privatização. O fato de contar com a simpatia dos teóricos faz com que essa técnica muitas vezes seja considerada a única correta em termos de avaliação.

O fluxo de caixa descontado é bastante simples na sua essência, sendo necessário somente descontar o fluxo de caixa projetado de uma empresa para o seu valor presente. A rigor, qualquer pessoa com um pouco de conhecimento de matemática financeira poderia utilizar esse método de avaliação. Na prática, no entanto, o método é mais complexo e tem mostrado que o fluxo de caixa descontado é mais difícil de ser utilizado do que se pode inicialmente imaginar. Para fazer a estimativa do fluxo de caixa futuro de uma empresa, é necessário que se tenha uma perspectiva sobre o comportamento da economia.

Como a estimativa de crescimento da economia para os próximos anos, e com benefícios para a empresa, pode não se cumprir, ou não no mesmo patamar previsto, os erros na previsão de variáveis que possam influenciar o fluxo de caixa da empresa que está sendo avaliada podem afetar o resultado obtido. Dois avaliadores, trabalhando de forma independente, podem ter opiniões diferentes sobre quais são as variáveis importantes e como essas irão influenciar na sua avaliação.

A favor do fluxo de caixa descontado tem-se o reconhecimento da teoria de esse ser o método mais correto. Uma alternativa é o *método do lucro residual*, que adquiriu popularidade recentemente com a difusão do valor econômico agregado (EVA). Através da obra *The Quest for Value*, de Stewart e de uma reportagem que saiu na influente revista de negócios norte-americana *Fortune*, o conceito que a empresa deveria incluir na apuração do seu resultado a mensuração do custo do capital próprio tornou-se bastante difundido no mundo empresarial (STEWART, 1991; TULLY, 1993).

Na realidade, a utilização do lucro residual, ou lucro supranormal como é referido por alguns economistas é anterior à obra de Stewart. Alguns economistas famosos, como David Ricardo, além de autores na área contábil, como Gabriel Priebich e os mais influentes pesquisadores da contabilidade, Edwards e Bells, já tratavam do lucro residual nas suas obras. Peasnell demonstrou, na década de 1970, que era possível conciliar a taxa de retorno contábil, uma medida freqüentemente desprezada de escolha de projetos, com a taxa interna de retorno, conhecida como TIR. Em outras palavras, existia uma ligação entre uma medida contábil e outra baseada no fluxo de caixa na seleção de projetos.

Na década de 1980 circulou um texto no meio acadêmico em que seu autor, James Ohlson, demonstrava que era possível determinar o valor de um ativo a partir dos valores contábeis. O método desenvolvido por Ohlson foi posteriormente refinado e divulgado na revista de contabilidade canadense *The Contemporary Accounting Research* (OHLSON, 1999). A idéia do lucro residual é simples e poderosa. Uma empresa terá mais valor se conseguir obter lucro acima do “normal”. Quanto maior for a diferença entre o lucro gerado pela empresa e o lucro normal, diferença essa que recebe a denominação de lucro residual, maior o valor da empresa. Esse lucro residual de cada exercício futuro é trazido a valor presente, juntamente com o valor do ativo contábil existente no horizonte futuro de tempo.

O modelo possui uma restrição importante, que os pesquisadores da área denominam de *clean surplus*. Em termos simples, o *clean surplus* diz que todas as alterações do patrimônio líquido, exceto integralização ou distribuição do capital social, deve passar pela

demonstração do resultado. É importante notar que o modelo de avaliação pelo lucro residual não depende, por exemplo, de políticas contábeis. A decisão do tratamento da despesa com pesquisa, considerando como um item do ativo ou como despesa do exercício, não influencia o resultado numérico obtido. Ohlson também demonstrou que o resultado obtido pelo modelo do lucro residual é idêntico ao do fluxo de caixa descontado, desde que as suposições sejam também coerentes (OHLSON, 1999).

O método de avaliação de uma empresa pelo seu lucro residual possui pelo menos uma grande vantagem em termos da precisão do resultado obtido. Enquanto os fluxos de caixa descontados trabalham 100% de valores estimados futuros, o modelo do lucro residual utiliza como parte da avaliação o valor do ativo obtido pela contabilidade. Imaginando uma empresa, cujo valor contábil represente 60% do seu valor, pode-se afirmar que o modelo terá que trabalhar com estimativas do lucro residual que irão trazer uma “imprecisão” de 40% (WHITE *et al.*, 1997).

Mas tanto o fluxo de caixa descontado quanto o lucro residual podem exigir um conjunto de informações que não se encontram à disposição do analista. Para empresas de pequeno e médio porte ou para empresas que não possuem divulgação sistemática dos seus resultados, é comum utilizar o *método do múltiplo* na avaliação de empresas (REILLY; SCHWEIHS, 1999; 2000). Procura-se utilizar uma variável, geralmente contábil, que possa funcionar como uma aproximação de métodos mais apurados. Uma observação entre um conjunto de empresas pode constatar que a receita anual representa em média 25% do valor obtido pelo fluxo de caixa descontado. Utilizando esse dado como parâmetro, passa-se a calcular o valor das empresas desse setor utilizando a receita anual dividida por 25%. O apelo da simplicidade do uso do método deve ser evitado quando ocorrerem mudanças nas condições da economia ou do setor de atuação da empresa.

O quarto método, *do mercado*, tenta determinar quanto se gastaria para criar uma nova empresa com as mesmas características da que está sendo avaliada. São computados todos os valores do ativo existente na empresa, inclusive o ativo intangível (REILLY; SCHWEIHS, 1999). Um grave problema decorre da distinção sutil entre o valor da empresa e o valor de mercado dos ativos.

### **3 QUESTÕES SOBRE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS DA NOVA ECONOMIA**

Diante da denominada nova economia, a avaliação de empresas apresenta algumas questões importantes, entre as quais se destacam as seguintes.

#### **3.1 UMA EMPRESA PRECISA TER LUCRO?**

Algumas das mais conhecidas empresas da nova economia possuíam um alto valor de mercado da suas ações, mesmo não tendo conseguido gerar lucro. O caso mais sintomático é o da empresa de venda de livros pela internet Amazon. Isso levantou um debate entre lucro e valor. Os livros de finanças condenaram durante muitos anos a busca do lucro como opção prioritária de determinação do desempenho da empresa e das suas unidades administrativas (ver, por exemplo, BRIGHAM; HOUSTON, 1999).

Martin e Petty (2000) afirmam que o uso do lucro como medida de desempenho apresenta cinco importantes problemas: o lucro não é igual ao fluxo de caixa; não reflete o risco; não inclui o custo de oportunidade do capital próprio; sua mensuração muda de empresa para empresa; não considera o valor do dinheiro no tempo.

Dentre os problemas apresentados por Martin e Petty, provavelmente a influência das políticas contábeis na mensuração do lucro, denominado de administração do lucro, seja o aspecto mais destacado contra o uso do lucro (HEALY; WAHLEN, 1999). Nesse sentido, a administração baseada na medida contábil do lucro pode induzir os gerentes a escolhas que sejam as melhores para a avaliação de desempenho de curto prazo em detrimento da agregação de valor de longo prazo (COPELAND *et al.*, 2000).

Desse modo, a ausência de lucro em algumas empresas da nova economia é parcialmente justificada pelos problemas detectados na medida contábil: afinal, para que ter lucro se essa não é uma medida confiável de desempenho? A resposta em termos de avaliação de empresas é simples: um empreendimento provavelmente não gera resultados positivos nos primeiros anos, mas isso deve ser revertido em anos futuros. Como as empresas da nova economia estão desbravando setores novos, o valor elevado da cotação de suas ações decorre da perspectiva futura de conseguir gerar lucros superiores aos setores tradicionais.

A inexistência do lucro para os métodos do fluxo de caixa descontado e valor residual não impede que os mesmos sejam utilizados na determinação do valor de uma empresa. A

inexistência de lucro ou do fluxo de caixa livre nos primeiros anos do empreendimento pode ser compensada por lucros residuais mais elevados no futuro ou por uma geração positiva de fluxo de caixa livre. O uso do múltiplo é duvidoso uma vez que não é possível estabelecer uma regra entre um *múltiplo* qualquer e o valor das empresas, já que as mesmas somente recentemente entraram no mercado. Já o uso do valor de mercado dos ativos é muito complexo, uma vez que uma parcela substancial desses ativos são intangíveis.

Volta-se à questão original: o lucro é importante como medida para as empresas da nova economia? Quando se considera uma visão de curto prazo, a resposta é não, pois essas empresas estão fazendo um grande investimento que poderá ser mais tarde recompensado. Mas, em longo prazo, o lucro é uma medida relevante. A persistência de empresas com prejuízo não é sustentável no longo prazo, pois o investidor deseja o retorno do seu investimento, quer sob a forma da valorização das ações, quer através do pagamento de dividendos. Nenhum investidor racional compra ações de uma empresa sem nenhuma perspectiva de gerar lucro no longo prazo.

Mas a perspectiva futura das empresas da nova economia está condicionada a uma série de questões que precisam ser esclarecidas, antes de determinar sua avaliação. Um dos pontos mais relevantes é que não temos certeza se a forma de organização da economia que conhecemos manter-se-á no futuro. Isso diz respeito ao comportamento dos denominados custos de transações e à próxima questão.

### 3.2 COMO A REDUÇÃO NO CUSTO DE TRANSAÇÃO PODE AFETAR A AVALIAÇÃO DA EMPRESA?

Ao tentar explicar a existência de empresa no mundo moderno, Ronald Coase demonstrou que essa forma de organização era decorrente da tentativa de fazer com que o custo de transação fosse o menor possível (COASE, 1993). Na verdade, analisando a história da humanidade, pode-se perceber que a existência da empresa é uma exceção, e não regra. Mais recentemente, um dos fenômenos observados é a redução do custo de transação proporcionado pela internet. Um estudo da Goldman Sachs (*apud* SILVA, 2000) mostra que, em alguns setores, o custo para se fazer um negócio através da rede pode ser menor do que em relação à forma tradicional.

O B2B (Business to Business) pode cortar custos das empresas de vários modos. Reduzindo os custos de aquisição, procurando um fornecedor mais barato e obtendo lucros de

eficiência. É muito mais barato colocar um pedido de compra *on-line*, pois provavelmente se terão menos erros em pedidos de faturamento. Isso pode parecer insignificante, mas a Cisco demonstrou que, em um único trimestre, seus pedidos tiveram que ser refeitos por causa de erros em seu sistema de atendimento ao cliente por telefone e fac-símile. Quando a empresa trocou para pedidos *on-line*, a taxa de erro caiu para 2%, com economia de \$500 milhões. Uma empresa de telecomunicações da Inglaterra observou que comprando bens e serviços *on-line* poderia reduzir o custo de transação de 90% para 11%, cortando os custos diretos de bens e serviços de compras (THE ECONOMIST, 2000).

A mudança no custo de transação pode alterar a forma como o mercado organiza suas transações. Se o custo de transação se altera, espera-se que a forma tradicional de empresa também seja influenciada. O processo de terceirização ocorrido a partir da década de oitenta do século XX é decorrente do menor custo de se fazer transação entre empresas. Nesse caso, o custo de transação possibilitou que muitas atividades que tradicionalmente estavam sendo executadas pela própria organização pudessem ser transferidas para terceiros.

Hagell II e Singer (1999) acreditam que a empresa tradicional, que possuía três negócios típicos (relacionamento com o cliente, administração de estrutura e inovação), terá que mudar, centrando somente num desses negócios. Se o alto custo de transação do mercado no passado incentivou que atividades econômicas fossem centralizadas numa única organização, a redução nesse custo certamente afetará o perfil da empresa no futuro. A questão mais relevante para o processo de avaliação é como levar tal fato em consideração. Esse aspecto poderá representar grandes oportunidades para as empresas com maior capacidade de adaptação, bem como pode elevar o risco dos negócios das empresas tradicionais.

O custo de transação também possui um efeito sob a forma que é realizada a transação entre a empresa e o cliente. As mudanças tecnológicas afetaram também os custos de distribuição de alguns produtos, que, por sua vez, influenciam na avaliação das empresas.

### 3.3 QUAL O PAPEL DO CUSTO DE DISTRIBUIÇÃO?

A alteração nos custos de transação irá afetar também os denominados custos de distribuição, que já estão mais reduzidos para bens e serviços que podem ser eletronicamente entregues, como serviços financeiros, software e música. A revista *The Economist* (2000) aponta que custo marginal para um banco de uma transação pela Internet é de apenas um

centavo, contra com 27 centavos via alto atendimento em uma máquina eletrônica, 52 centavos via telefone e de \$1,14 diretamente no guichê da agência bancária. A consequência é óbvia: a instituição financeira que não conseguir transferir suas transações para meios eletrônicos terá custos mais elevados com efeitos imediatos sobre seu nível de competitividade. Métodos de avaliação devem levar em consideração as empresas que conseguirem fazer rapidamente as adaptações necessárias. Isso, provavelmente, não será possível obter com métodos do múltiplo ou do mercado.

O comércio *on-line* também permite melhoria no gerenciamento da cadeia de suprimentos, cortando várias camadas de intermediários. Melhor informação possibilita as empresas reduzirem a necessidade de manter grandes estoques (CARIDE, 2001; CRESPO, 2001). Como a manutenção de estoques esteve parcialmente associada a incertezas decorrentes da cadeia de valor, a existência de uma ligação direta entre empresas pode eliminar a necessidade de manutenção de parte desse estoque. Em outras palavras, troca-se um ativo tangível por um intangível.

O impacto do custo de distribuição está influenciando a forma como livros, *softwares*, música, entre outros produtos, chegam ao consumidor final. Em alguns casos, isso poderá implicar a eliminação de partes substanciais da cadeia de valor. A influência desse aspecto sobre a avaliação é colocar em questão se algumas empresas da velha economia conseguirão sobreviver a mudanças na cadeia de valor sem uma redefinição substancial na forma de fazer negócios.

Conforme destaca a revista *The Economist* (2000), a maior distinção entre a velha e a nova economia está perdendo o foco, pois o aspecto mais importante da nova economia não é voltado para indústrias de alta tecnologia, mas o modo que a tecnologia melhorará a eficiência de todas as partes da velha economia, especialmente das empresas a que ela pertence. No entanto, primeiramente os lucros de produtividade têm que se materializar.

### 3.4 O INVESTIMENTO EM TECNOLOGIA AUMENTOU A PRODUTIVIDADE?

Robert Solow, um laureado com o Nobel em Economia, constatou que era possível verificar o impacto do computador na vida diária das pessoas, mas não nas estatísticas de produtividade. A afirmação de Solow ficou conhecida como o *paradoxo da produtividade* e tem-se tornado um dos assuntos mais discutidos nas publicações acadêmicas.

Os estudos oficiais de produtividade têm demonstrado que ocorreu a queda na produtividade dos setores financeiros e de saúde, dois dos setores que mais têm investido em tecnologia nos últimos anos. Se não existe ganho de produtividade, projetos de modernização feitos pelas empresas nos últimos anos não representam, *per si*, uma vantagem que deva ser considerada na avaliação. Em outras palavras, uma instituição financeira que fez investimentos na modernização de suas agências não deve ter um maior valor que outra instituição com um alto uso de mão-de-obra.

É irônico que nesta era da informação exista uma carência de estatísticas capaz de medir o verdadeiro impacto econômico causado pelos computadores. Isto não é só um assunto de falta de dados em novos negócios, como os referentes ao comércio eletrônico. O problema principal é que os dados estatísticos projetados para a era industrial talvez sejam inadequados para medir produção no século 21.

Essa questão parece contradizer os aspectos apresentados nos dois itens anteriores (custos de distribuição e custo de transação). Na verdade, existem duas possíveis explicações para o paradoxo da produtividade. A *primeira explicação* diz respeito à própria mensuração da produtividade. A mensuração de produtividade é difícil na prática e não leva em consideração benefícios como aumento de qualidade, conveniência e atendimento ao consumidor. Se melhoria de qualidade não é considerada na mensuração de produtividade, o seu crescimento será suavizado.

Os dados oficiais mostram que a produtividade da assistência médica nos Estados Unidos reduziu em mais de 20% durante a década de 1990, sendo que o desempenho foi pior quando se compara a situação atual com a década de sessenta (*The Economist*, 2000). Entretanto, sabe-se que as inovações na área de saúde fazem com que os pacientes gastem menos tempo nos hospitais e nas unidades de tratamento intensivo. Existem estimativas que o número de médicos, por pessoas, no futuro tende a reduzir substancialmente em decorrência do uso intensivo de tecnologia (EGGER, 2000). Novamente, estudos baseados em indicadores tradicionais, como leitos por hospital, tendem a mascarar esses ganhos.

Eddy (1998) mostra que as medidas de desempenho no setor de saúde possuem diversos problemas, que passam pela melhoria do sistema de informação existente. Conforme lembra uma recente reportagem da revista *The Economist* (2000), as estatísticas oficiais falham em mensurar o benefício da escolha dos consumidores. No início da década de 70 existiam cinco tipos de tênis; em 1999, eram 285 tipos. Na década de 70, eram quatro tipos de leite; agora existem mais de duas dezenas.

Se a estatística não tiver uma forma de calcular a qualidade dos produtos, todos os carros seriam como modelo do Henry Ford-T, lançado em 1908 e basicamente inalterado por duas décadas; mas as mudanças nos modelos dos produtos tornam-se cada vez mais comum, e quanto mais rápidas a taxa de inovação de produto, maior pode ser o erro estatístico. Se melhorias da qualidade são ignoradas, o crescimento de produtividade será suavizado. Por exemplo, a introdução de Bancos 24 horas *on-line* melhorou substancialmente os serviços bancários oferecidos aos clientes, ainda que as estatísticas oficiais registram pequeno valor desses benefícios.

Uma *segunda* possível *resposta* para o paradoxo da produtividade encontra-se num estudo feito por Paul David que mostrou que o crescimento da produtividade não acelerou até quarenta anos depois da introdução da energia elétrica no início de 1880. A razão disso é que até 1920 menos da metade da maquinaria industrial americana era movida pela eletricidade (*apud* THE ECONOMIST, 2000). As empresas precisavam de tempo para compreender como reorganizar suas fábricas em relação ao aparecimento da energia elétrica para colher os lucros de eficiência. A história demonstra que o mesmo ocorreu quando do aparecimento da invenção do vapor. O mesmo estudo sugere que uma tecnologia começará a ter um efeito significativo em produtividade somente quando alcançar uma taxa de penetração de 50%. Somente recentemente o uso do computador alcançou esse índice em alguns países desenvolvidos.

Parece não existir dúvida que a inovação tecnológica advinda da revolução do microcomputador e da internet provocará transformações na organização empresarial moderna. Se os ganhos de produtividade são/serão concretos, quem usufruirá dessas transformações? Discuti-se esse aspecto na próxima questão.

### 3.5 PARA ONDE VAI O GANHO?

Em termos do modelo de avaliação do lucro residual, uma empresa agregará valor se conseguir obter um lucro que percentualmente seja superior ao custo do capital investido. A lógica do investidor seria investir nas empresas que teriam condições de utilizar a posição estratégica para, num futuro próximo, obter lucro residual, mesmo que as demonstrações contábeis atuais não sejam as mais adequadas. Mas é necessário perguntar quem será beneficiado pela revolução tecnológica? Ou, em outras palavras, as empresas da nova

economia conseguirão usufruir a posição estratégica para obter lucro residual compatível com o risco que está sendo assumido pelos investidores?

Observando algumas empresas pioneiras da nova economia, como a Microsoft, a resposta parece promissora. O lucro residual da Microsoft no ano de 1999 chegou a US\$3,776 milhões, indicando um retorno sobre o capital de 56,2% para um custo de capital de 12,6% (MARTIN; PETTY, 2000).

Entretanto, quando se compara com a introdução da energia elétrica ou do automóvel no início do século XX, o otimismo deve ser considerado com ressalva. Os lucros podem ultrapassar a produtividade por um período somente para as empresas que conseguem construir uma barreira de poder através do monopólio. Mas se acreditamos que a tecnologia da informação pode reduzir barreiras para entrada de novos competidores e aumentar a competição, as margens de lucro irão provavelmente encolher, significando que os benefícios não ficarão nas empresas.

Conforme afirma George Stigler, existe uma proposição da economia que, sob competição, a taxa de retorno do investimento tende a se igualar em todas as indústrias (*apud* MADDEN, 2000). Ou seja, de uma forma geral, a teoria econômica é cética em relação ao lucro supranormal: em longo prazo é impossível manter esse lucro em decorrência da concorrência entre as unidades econômicas.

O comércio B2B cortará custos, mas os custos mais baixos da companhia são preços e lucros mais baixos de outras. A crescente transparência de preço, leva a Internet a trocar o poder dos produtores para os consumidores, e então é bem provável que as margens de lucro médio sejam pequenas. Diante disso, serão os consumidores, e não os produtores, que absorverão a maior parte das recompensas.

Dessa forma, talvez o mercado tenha ficado um pouco otimista demais com os efeitos da revolução tecnológica sobre o lucro residual das empresas dessa nova economia. Da mesma forma como ocorreu com a disputa pelo mercado de automóveis no passado, quando a possibilidade de grandes lucros futuros atraiu inúmeros investidores, a maturidade do mercado fez sair inúmeras empresas do setor, restando algumas poucas empresas com poder de oligopólio. Cabe analisar como o risco será afetado.

### 3.6 O NÍVEL DE RISCO SERÁ AFETADO?

O nível de risco envolvido geralmente é levado em consideração no fluxo de caixa descontado e no lucro residual através da taxa de desconto utilizada: quanto maior o risco assumido, maior a taxa. Isso, por sua vez, reduz o valor estimado da empresa. A nova economia afeta o risco das novas empresas devido à elevada taxa de mortalidade geralmente observada em setores inovadores. Christensen *et al.* (1998) mostram que, das 17 mais representativas empresas existentes na indústria de HD, em 1976 todas faliram, abandonaram o setor ou foram adquiridas até 1990. Durante esse período, os autores contaram 124 empresas que entraram no setor e 100 que o deixaram. Se o número de falências é elevado, isso aumenta o risco dos investimentos realizados nas empresas da nova economia.

Se o risco é maior, maior a taxa de desconto, o que conduz a um valor é menor. Mas como se explicaria a presença dessas empresas na lista das mais valorizadas pelo mercado? Na nova economia a criação de *networks* é um fenômeno importante, e a sua conquista tem sido levada em consideração por, pretensamente, permitir a possível futura geração de lucro residual para a empresa. Empresas como Microsoft estão atuando num setor de risco mais elevado, mas por terem uma posição privilegiada perante seus concorrentes, o mercado considera a possibilidade de a empresa exercer essa situação para gerar lucros acima do normal.

Existem dois outros aspectos importantes que podem afetar o nível de risco das empresas da nova economia. Para medir o retorno esperado de investimento, utiliza-se uma taxa de desconto que é a média ponderada dos custos das dívidas e do custo do capital próprio. Essa taxa é essencial para o estabelecimento da taxa de retorno mínimo aceitável em novas propostas de investimento. Os investimentos que têm rendimento maior que o custo de capital criarão valor para o acionista, enquanto aqueles cujo rendimento seja menor que o custo de capital reduzirão valor para o acionista.

Para o custo da dívida é bom lembrar que a taxa de juros do mercado deve aumentar para encorajar o financiamento dos novos projetos de investimentos. Isso naturalmente eleva a taxa de desconto. Da parte do custo do capital próprio, as empresas da nova economia caracterizam-se por possuir baixo nível de investimento em ativo tangível. Em caso de dificuldade financeira, a possibilidade de o acionista recuperar seu investimento é menor por não ter uma garantia real.

Mas o efeito da nova economia também deverá influenciar o risco das empresas tradicionais pelas razões já expostas anteriormente, como a redução dos custos de transação, as alterações da cadeia de valor ou as mudanças nos custos de distribuição.

Nesse ponto, é importante considerar que os modelos do fluxo de caixa descontado e do lucro residual conseguem tratar de forma apropriada a elevação do nível de risco através da taxa de desconto. Já os modelos de mercado e de múltiplos não estão adequadamente preparados para incorporar de forma mais explícita o risco.

### 3.7 O LUCRO CONTINUA SENDO A MEDIDA MAIS RELEVANTE DE DESEMPENHO DE UMA EMPRESA?

Uma das acusações mais freqüentes aos analistas financeiros é de atribuírem excessiva ênfase na última linha da demonstração do resultado do exercício. As empresas da nova economia na fase inicial de investimento geralmente não conseguem produzir resultados em decorrência dos pesados investimentos. Isso provocou uma reação contrária ao lucro como uma medida de desempenho. Esse fato foi reforçado pela necessidade de criar redes de externalidades, somente possível com uma grande penetração no mercado (THE ECONOMIST, 2000). Nesse sentido, alguns analistas passaram a dedicar uma maior atenção a receita como um importante indicador de participação da empresa no setor, em lugar do lucro (em muitos casos de prejuízo). O problema entre a Priceline e a SEC (*Securities and Exchange Commission*) sobre a definição de receita levantou a discussão sobre a importância da mensuração da receita como um indicativo da conquista das externalidades no setor de venda de passagens aéreas.

Mas a queda do mercado acionário das empresas de alta tecnologia ocorrida no ano de 2000 mostrou que alguns investidores talvez já estejam querendo ver a lucratividade da empresa, em lugar de acreditar em falsas promessas de conquista de mercado. Isso fez o mercado acionário voltar a prestar atenção nos dividendos. Na segunda metade dos anos 90, os dividendos responderam por apenas 10% do retorno total das ações que compõem o índice de 500 ações da Standard & Poor's; na primeira parte dessa mesma década, essa participação foi de 20%, conforme dados da Ibbotson Associates (SIMON, 2001).

Em outras palavras, não se pode afirmar que o lucro seja uma medida ultrapassada para os novos tempos da nova economia, conforme afirma Lev (2000). Evidentemente não se pode também afirmar que seja a medida mais adequada. Recentes discussões em torno da

mensuração do lucro poderão contribuir de forma decisiva para o aperfeiçoamento do lucro contábil. Acredita-se que ainda seja cedo para proclamar o fim do lucro como medida de desempenho de uma empresa.

## 4 CONCLUSÃO

### **Os métodos de avaliação são adequados para a nova economia?**

É inegável que as transformações ocorridas nos últimos anos poderão afetar de forma decisiva as empresas no novo milênio. Entretanto, percebe-se que as próprias empresas da nova economia estão aprendendo com as empresas da nova economia, caminhando para uma mescla de empresa, do tipo que os americanos chamam de *bricks-and-clicks* (tijolos e cliques). Os *clicks* (cliques) estão se tornando *bricks* (tijolos), para sobreviverem e apresentarem medidas positivas referentes ao fluxo de caixa livre ou ao lucro residual, que é fundamental em qualquer mundo, seja ele virtual ou físico.

É provável que as empresas vencedoras serão aquelas que combinam capacidade do mundo real (físico) com as da internet (virtual). Podemos citar como exemplos dessa transição (MANZONI, 2001): o Parlo, curso de línguas pela web, passará dar aulas fisicamente nas empresas; Lokau, site de leilões virtuais, estreou um programa de televisão; e o site My Country, que exporta produtos para brasileiros no exterior, vai-se transformar em uma *trade* real.

Qual a lógica por trás disso tudo? Provavelmente as empresas da nova economia perceberam que o mundo ainda é movido por medidas tradicionais de desempenho, como o fluxo de caixa ou o lucro residual. Os investidores querem obter retorno sobre seus investimentos, e isso as empresas pontocom, de uma maneira geral, não conseguiram demonstrar no tempo desejado.

Dos quatro métodos apresentados no início do texto, percebe-se que tanto o fluxo de caixa descontado quanto o lucro residual têm capacidade de mensurar as questões apresentadas ao longo do texto. Mas o múltiplo e o valor de mercado fracassam em algumas delas.

## REFERÊNCIAS

- BRIGHAM, E.; HOUSTON, J. **Fundamentos da moderna administração financeira.** São Paulo: Campus, 1999.
- CARIDE, D. Estoques da Johnson caem pela metade. **Gazeta Mercantil**, 1º maio, p. C-2., 2001.
- CHRISTENSEN, C. M. *et al.* Strategies for survival in fast-changing industries. **Management science**, v. 44, n. 12, Dec. 1998.
- CRESPO, R. Portais de marca líderes ajudam a cortar custos. **Gazeta Mercantil**, 1º. De maio, p. C-2, 2001
- COASE, R. The nature of the firm. In: WILLIAMSON, O. **The nature of the firm.** New York: Oxford, 1993.
- COPELAND, T *et al.* **Avaliação de empresas.** São Paulo: Makron, 2000.
- EDDY, D. Performance measurement: problems and solutions. **Chevy Chase, Health Affairs.** v. 17, n. 4, p. 7-25, jul./ago. 1998.
- EGGER, E. CEO of big California capitated physicians group isn't complaining about managed care. **Health Care Strategic Management**, Chicago, v. 18, n. 4, abr, p. 20, 2000.
- HAGEL III, J.; SINGER, M. Unbundling the corporation. **Harvard Business Review**, v. 77, n. 2, p. 133-141, mar./abr. 1999.
- HEALEY, P.; WAHLEN, J. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. Sarasota, **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, dec. 1999.
- LEV, B. A matemática da nova economia. **HSM Management**, ano 4, n. 20, p. 34-40, maio/jun. 2000.
- MADDEN, B. **CFROI Valuation:** a total system approach to valuing the firm. Butterworth: Oxford, 2000.
- MANZONI Jr., R. O avesso do avesso. **The Industry Standard**, n. 2, p. 28-30, dez./jan. 2001.
- MARTIN, J.; PETTY, W. **Value based management.** Boston: Harvard. 2000.
- OHLSON, J. Lucro, valor contábil e dividendos na avaliação do patrimônio líquido. **UnB Contábil**, v. 2, n. 2. 1999.
- REILLY, R.; SCHWEIHS, R. **Valuing intangible assets.** New York: McGraw-Hill, 1999.
- REILLY, R.; SCHWEIHS, R. **Handbook of advanced business valuation.** New York: McGraw Hill, 2000.

SILVA, C. A. T. **A empresa de sucesso no novo milênio.** Belém: Unama, 2000.

SIMON, R. Wall Street volta a prestar atenção nos dividendos. **The Wall Street Journal Americas**, p. B6, Fev. 27, 2001.

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

THE ECONOMIST. **The new economy.** London, 23 sep. 2000.

TULLY, S. The Real Key to Creating Wealth. **Fortune**, September 20, p. 38-50. 1993.

WHITE, G. *et al.* **The analysis and use of financial statements.** New York: John Wiley, 1997.