



UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO SEMI-ÁRIDO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS E HUMANAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

CLARA MARIANE DA SILVA MELO

EFEITO DO MODELO DINÂMICO, RENTABILIDADE E TAMANHO NA GERAÇÃO
DE VALOR ECONÔMICO NAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE EDUCAÇÃO
SUPERIOR LISTADAS NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA.

MOSSORÓ – RN
2021

CLARA MARIANE DA SILVA MELO

EFEITO DO MODELO DINÂMICO, RENTABILIDADE E TAMANHO NA GERAÇÃO
DE VALOR ECONÔMICO NAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE EDUCAÇÃO
SUPERIOR LISTADAS NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA.

Monografia do TCC apresentado à
Universidade Federal Rural do Semi-Árido
(UFERSA), Centro de Ciências Sociais
Aplicadas e Humanas como requisito parcial
para obtenção do título de Bacharel em
Administração.

Orientador(a): Prof. Dr. Fábio Chaves Nobre
(UFERSA)

MOSSORÓ – RN
2021

DEDICATÓRIA

Por todo esforço, dedicação e cuidado que tiveram comigo desde sempre; por todo amor doado, compreensão e companheirismo, dedico este trabalho aos meus pais e minha irmã. Com muito amor e gratidão.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me dado sabedoria e força para enfrentar todos os obstáculos encontrados durante essa trajetória e por ter me dado perseverança para chegar até aqui.

Aos meus Pais, Sidney e Neta, e minha irmã, Lara, que sempre me incentivaram e me apoiaram em tudo que me proponho a fazer, que se alegram com minhas conquistas e que sempre compreenderam minha ausência por conta de tempo dedicado aos estudos. Muito obrigada por tudo, graças a vocês, hoje um grande sonho se realiza!

Ao meu namorado Mikael, que compartilha comigo todos os meus desafios e vitórias, com todo companheirismo e dedicação, sendo um verdadeiro sinônimo de abrigo e proteção. Obrigada por tudo, essa minha conquista também é sua!

A todos os meus familiares e amigos que de alguma forma contribuíram para que meu sonho de me formar, se tornasse realidade.

Agradeço imensamente também a toda dedicação e atenção do meu Professor Orientador Fabio Nobre, que em nenhum momento hesitou em me ajudar e desde o primeiro contato esteve disposto a trabalhar junto comigo nesse estudo, e acreditou em mim, obrigada pela motivação e confiança.

A minha amiga Dayane Santos, por ser sinônimo de aconchego na minha vida, obrigada por tanta ajuda nos altos e baixos encontrados pelo caminho.

As minhas amigas Elizandra e Andreza, por permanecerem na minha vida e se tornarem parte de mim. Obrigada por sempre se fazerem presentes em todos os momentos.

A minha amiga Bruna Rayssa, que esteve comigo desde os primeiros momentos dessa trajetória e permaneceu até o fim. Juntas, conseguimos driblar inúmeros problemas apresentados e enfim, conseguimos!

Por fim, sou grata a Deus por ter dado saúde aos meus familiares, para que juntos possamos vivenciar esse momento e por ter me acalmado e tranquilizado nos dias mais difíceis desde o início da minha trajetória acadêmica até então.

“Prefiram a minha instrução à prata, e o conhecimento ao
ouro puro, pois a sabedoria é mais preciosa do que rubis;
nada do que vocês possam desejar compara-se a ela.”
(Provérbios 8:10-11).

RESUMO

O mercado está cada vez mais competitivo, e cabe aos gestores buscar entender o que agrega ou não, valor a empresa. Dessa forma, o presente estudo objetiva analisar se há influência das variáveis Modelo dinâmico, Rentabilidade e Tamanho, com o Valor Agregado (EVA) das organizações da educação listadas na BM&FBOVESPA. Para tanto, cinco hipóteses foram criadas e testadas. As variáveis apresentadas no estudo foram: a) dependentes: EVA; b) independentes: NCG (Necessidade de capital de giro), CGL (Capital de giro), SDT (Saldo de tesouraria), ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido), TAM (Tamanho da empresa). Trabalhou-se com dados retirados do banco de dados Economatica, e as hipóteses foram testadas por um conjunto de testes estatísticos. Os testes mostraram então, que as hipóteses aceitas foram H1 e H3, já as hipóteses H2, H4 e H5 foram rejeitadas, mostrando que há uma relação positiva entre o ROE e o EVA, e uma relação negativa do EVA com o tamanho da empresa e o modelo dinâmico. Como conclusão, percebeu-se que existe diversos estudos sobre o assunto abordado, com um embasamento teórico construtivo, porém os dados coletados são restritos a poucos anos. O campo carece de uma pesquisa que aprofunde ainda mais o porquê da interferência das variáveis com o EVA.

Palavras-chave: Valor Econômico Adicionado (EVA), Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), Modelo Dinâmico.

ABSTRACT

The market is increasingly competitive, and it is up to managers to try to understand what does or does not add value to the company. Thus, this study aims to analyze whether there is an influence of the Dynamic Model, Profitability and Size variables, with the Added Value (EVA) of educational organizations listed on the BM&FBOVESPA. For that, five hypotheses were created and tested. The variables presented in the study were: a) dependent: VAS; b) independent: NCG (Working Capital Need), CGL (Working Capital), SDT (Treasury Balance), ROE (Return on Equity), TAM (Company Size). We worked with data taken from the Económica database, and the hypotheses were tested by a set of statistical tests. The tests then showed that the accepted hypotheses were H1 and H3, whereas the hypotheses H2, H4 and H5 were rejected, showing that there is a positive relationship between ROE and EVA, and a negative relationship between EVA and company size and the dynamic model. In conclusion, it was noticed that there are several studies on the subject discussed, with a constructive theoretical basis, but the data collected is restricted to a few years. The field lacks a research that further deepens the reason for the interference of variables with EVA.

Keywords: Economic Value Added (EVA), Return on Equity (ROE), Dynamic Model.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística descritiva por empresa do setor.....	37
Tabela 2: Estatística Descritiva do Setor.....	40
Tabela 3: Correlação das variáveis.....	41
Tabela 4: Regressão das Variáveis.....	42
Tabela 5: ANOVA.....	43
Tabela 6: Coeficientes da Regressão.....	44

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Hipóteses do modelo.....	35
Quadro 2: Variáveis Dependentes e Independentes do modelo.....	35
Quadro 3: Hipóteses do modelo.....	44

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	11
1.1 OBJETIVOS	
1.1.1 Objetivo geral	14
1.1.2 Objetivos específicos	14
1.2 JUSTIFICATIVA	14
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	15
2.1 Gestão baseada em valor.....	15
2.1.1 EVA/MVA	17
2.1.2 Outras métricas	20
2.2 Teoria da agência.....	22
2.2.1 Problema e custo de agência.....	23
2.2.2 Contratos.....	24
2.2.3 Remuneração.....	25
2.2.3.1 Remuneração fixa x variável de executivos.....	26
2.2.4 Stock Options.....	27
2.3 Desempenho econômico-financeiro.....	28
2.4 Modelo dinâmico.....	29
2.4.1 Necessidade de Capital de Giro (NCG).....	31
2.4.2 Capital de giro (CDG).....	31
2.4.3 Saldo de tesouraria (T).....	31
2.4.4 Efeito tesoura.....	31
2.5 Panorama do setor da Educação brasileira.....	32
3. MÉTODO	33
3.1 Tipologia da pesquisa.....	33
3.2 População, amostra e processo de amostragem.....	34
3.3 Coleta de dados.....	34
3.4 Processo metodológico.....	35
4. ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	36
4.1 Modelo econométrico.....	42
5. DISCUSSÕES DOS RESULTADOS.....	45
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	46
REFERÊNCIAS.....	47

1 INTRODUÇÃO

A gestão empresarial vem sofrendo inúmeras mudanças nas últimas décadas, e começa a buscar sair de um modelo tradicional que visa apenas o lucro para a organização e entrar no meio que tem por grande objetivo, promover riqueza ao acionista. Ultimamente, o mundo tem sofrido inúmeras mudanças decorrentes do processo de globalização que a sociedade enfrenta. As empresas precisam reinventar as estratégias e adequar-se ao novo mercado, que traz consigo uma maior concorrência. Com isso, as empresas estão sendo desafiadas a buscar novas estratégias que possibilitem as mesmas um posicionamento vantajoso frente a competitividade.

Conforme Assaf Neto (1999), o mercado financeiro está sendo bastante impactado pelo processo de globalização. No novo cenário, investidores são capazes de mudar os fluxos de capitais de forma rápida, buscando sempre alternativas mais estimáveis. Dessa maneira, ativos que não geram valores são descartados pelos acionistas e gera o processo de desvalorização da empresa.

Dessa forma, como uma das principais respostas a esse processo de transformação do mercado, Filho *et. al.* (2006) relata que ganhou forças, a espécie de gestão baseada em valor. Essa nova forma de gestão começa a levar os agentes a administrar a organização com o pensamento de maximizar cada vez mais o valor dos ativos da organização, criando riqueza aos acionistas, de forma que, criando valor ao investidor, a companhia terá um maior retorno.

A fim de mensurar o desempenho econômico das empresas, existem indicadores que auxiliam a administração a enxergar os retornos obtidos. Dois desses indicadores são o EVA e MVA, que mostram aos gestores os retornos que a empresa obteve e está ofertando aos seus acionistas, mostrando se houve lucro com as decisões tomadas e auxiliando no gerenciamento da instituição.

Para explicar a relação entre gestor e acionista, existe a Teoria de Agência que evidencia o possível conflito de interesse entre o acionista/proprietário e o executivo/gestor caso estes possuam diferentes interesses nos resultados da empresa e busquem maximizar sua própria riqueza. O administrador financeiro de uma empresa que negocia no mercado de ações, delibera decisões em nome dos investidores. Decisões estas, que devem alavancar a situação da empresa e agregar valor para cada ação alusiva aos acionistas. Como os administradores detêm o poder de agir e tomar decisões, é possível que estes ajam

impulsionados pelos seus próprios interesses, buscando maximizar também sua riqueza individual, gerando assim um conflito de interesses e custos de agência para a empresa.

Gitman (2010) define conflito de agência como uma possibilidade de que os gestores priorizem seus interesses e os coloquem acima dos objetivos da organização. O autor mostra que por mais que os administradores entendam os interesses da empresa, eles também possuem seus interesses e preocupações pessoais, como o interesse por benefícios e riqueza pessoal e o receio da perda do emprego. Decorrente disso, muitas vezes permitem que esses fatores influenciem nas suas escolhas, uma vez que esses interesses e preocupações podem travar os administradores, de modo que não permita que estes assumam riscos, pois atrelam os riscos corridos com a ameaça de perda ou prejuízo no emprego.

Se os gestores assumissem total responsabilidade das tomadas de ações, esses tenderiam a maximizar seus lucros próprios, aumentando sua riqueza e poder de forma individual (Ross, Westerfield e Jordan, 2010). Sendo assim, se os interesses não estiverem atrelados, os administradores passam a agir e investir de forma que possam atingir seus objetivos pessoais e alavancagem profissional, permitindo que seus anseios também determinem onde irão realizar o investimento, podendo então divergir da ambição dos acionistas.

Conforme Filho *et. al.* (2006), o mercado de ações está bastante competitivo, e as empresas foram levadas a sobreviver o desafio de superar uma maior concorrência. Nesse ambiente globalizado, o investidor é capaz de mudar seu fluxo de capital de forma muito rápida e empresas que não criam valores são identificadas e perdem seus investidores, impactando em uma desvalorização no mercado. Sendo assim, é de suma importância que a organização ofereça ao acionista o que ele procura, para que suas ações não percam investidores e consequentemente, seu negócio não perca valor.

Para isso, existe a gestão baseada em valor (EVA), uma metodologia de gestão que orienta as tomadas de decisões no intuito de criar valor para a empresa. Segundo Almeida *et. al.* (2016), é necessário analisar indicadores confiáveis que melhorem o entendimento sobre o valor que foi agregado. É possível analisar ainda, indicadores contábeis, a fim de identificar a saúde financeira da organização. Como forma de análise dos indicadores, Fleuriet criou o modelo dinâmico, que deu novo significado ao balanço patrimonial tradicional, trazendo algumas mudanças na análise.

Segundo Da Silva *et al.* (2016), o modelo dinâmico de Fleuriet foi criado na década de 70, com o intuito de analisar a real situação financeira da empresa, auxiliando os administradores nas tomadas de decisões. Assim, a fim de alocar a contabilidade à realidade

financeira da organização, o modelo dinâmico reclassificou o Balanço Patrimonial em contas erráticas (ativo e passivo circulante financeiro), aqui são encontradas as contas de natureza essencialmente financeira, como, caixas, aplicações, bancos etc.; contas cíclicas (ativo e passivo circulante operacional), essas, estão relacionadas as atividades operacionais da entidade, como, estoques, fornecedores, clientes, produção, entre outros. E as contas não cíclicas (ativo e passivo não circulante), que formam um grupo de contas realizáveis a longo prazo, que possuem uma conversão em recursos de forma mais lenta, e são compostos por contas como financiamentos e investimentos. Fleuriet modificou a análise do tradicional balanço patrimonial, e através das informações colhidas nos demonstrativos contábeis, é capaz de identificar os índices pressupostos por ele, com enfoque em Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro e Efeito Tesoura, que segundo os autores, auxiliam os gestores e possibilitam tomadas de decisões baseadas na realidade financeira da entidade, para que assim, possam tomar medidas assertivas e gerar o valor para empresa.

Neste contexto, o presente trabalho objetiva analisar se existe influência do tamanho da organização, a rentabilidade e o modelo dinâmico sobre a gestão baseada em valor. Para isso, foi analisado através de regressão linear múltipla, como os indicadores do modelo dinâmico nas empresas influenciam o EVA, observando se existe relação entre os índices, a fim de entender em que medida haverá o efeito do modelo dinâmico na criação de valor no EVA. Então esta pesquisa busca responder o seguinte questionamento: ***Em que medida o modelo dinâmico, tamanho e rentabilidade afetam a geração de valor das empresas do setor de educação listadas na Bovespa?***

1.2 OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Este estudo tem como objetivo analisar se o modelo dinâmico, rentabilidade e tamanho da organização influenciam a gestão baseada em valor (EVA). Tem como designo entender se ao analisar as empresas através do modelo dinâmico, os índices observados irão influenciar o EVA.

1.2.2. Objetivos Específico

- Analisar a influência do modelo dinâmico e a gestão baseada em valor das empresas do segmento da educação listadas na BOVESPA
- Analisar a influência da rentabilidade da organização e o EVA das empresas do segmento da educação listadas na BOVESPA
- Analisar a influência do tamanho da organização e o EVA das empresas do segmento da educação listadas na BOVESPA

1.3 JUSTIFICATIVA

Conforme mencionado, o mercado está cada vez mais competitivo e isso exige dos administradores uma gestão que agregue mais valor à organização. Sendo assim, a pretensão do estudo é analisar os índices do modelo dinâmico, observando a influência sobre o EVA, de forma que auxiliaria os gestores nas tomadas de decisões, pois caso haja, por exemplo, a influência de um valor negativo no saldo de tesouraria e seja constatado que isso influencia de forma negativa o EVA, os gestores já podem rever suas atitudes e modificar suas tomadas de decisões.

Todo o resultado obtido pode ajudar os gestores nas tomadas de decisões, visto que, caso encontre os resultados esperados, será indicado índices que diminuem ou aumentem o valor agregado à uma empresa, de forma que auxiliariam os administradores, para que tomem ações e medidas mais assertivas.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Gestão baseada em valor

A gestão baseada em valor é um princípio que tem por base tomadas de decisões com a finalidade de alavancar os resultados da organização, criando riqueza para os acionistas e proporcionando um maior retorno para os investimentos (CUNHA; FREZATTI, 2004). Conforme Oliveira *et al.* (2002), o objetivo principal das empresas deve ser a maximização de lucros, de forma que deem resultados reais e vantajosos aos donos dos recursos, ou seja, aos acionistas, fazendo com que os retornos obtidos em longo prazo, estejam em consonância com os objetivos dos investidores, pois segundo Alves e Chaves (2013) criando valor ao acionista, a empresa melhora os seus serviços em geral e apresenta um melhor retorno para seus stakeholders.

Quando uma organização aumenta o seu valor de ações, consequentemente, se torna mais atraente para os acionistas e se destacam em meio a concorrência, visto que, é entendido que esta empresa resultará em melhores retornos aos investidores, de forma que beneficiaria e atenderia aos anseios desses (RAPPAPORT, 2001).

Empresas que tem como princípio a gestão baseada em valor, tem como principal objetivo tomar medidas que alavanquem o valor das ações, sabendo identificar quais as melhores estratégias que devem ser adotadas para maximizar os retornos, mantendo assim, os acionistas satisfeitos com os resultados. Isso porque, o sucesso da empresa está atrelado ao bem-estar e satisfação dos acionistas, visto que, quanto maior o valor agregado a ação, maior o interesse e investimentos atrelados ao negócio, resultando assim numa maior vantagem competitiva e consequentemente maior o lucro gerado para a organização.

Contudo, segundo Filho *et al.* (2006), nesse ambiente globalizado, os acionistas são capazes de trocar rapidamente os fluxos dos aportes de capitais, buscando alternativas mais atraentes em qualquer localidade do mundo. Mediante a globalização e mudança do cenário atual, os acionistas conseguem com uma maior facilidade, direcionar seus recursos para qual empresa julgar como a que melhor te atende, de forma rápida. Dessa forma, as organizações precisam oferecer aos acionistas retornos atrativos, para conseguir sobressair a concorrência de forma a receber e manter em suas ações o aporte do investidor.

Ainda segundo Filho *et al.* (2006), ativos que não agregam valor, são identificados pelos acionistas globais e acaba por repercutir sua desvalorização no mercado. Dessa forma, os gestores precisam analisar o mercado e tomar decisões assertivas, para que não ocorra a

desvalorização de suas ações. Os responsáveis pelas alocações dos recursos, precisam entender e reconhecer as oportunidades do mercado, para que assim, possam fazer escolhas coerentes, crie uma harmonia de interesses e direcionem os investimentos para uma constante curva de crescimento dos lucros (ALVES; CHAVES, 2013).

Para isso, é preciso entender e buscar estratégias em diversos parâmetros, de forma que agreguem valores a sua organização. Segundo Fischer et al. (2003 apud NETO, ARAUJO e FREGONESI, 2006), muitas empresas começaram a entender que os investimentos em projetos não lucrativos, também podem gerar riqueza aos acionistas, visto que, melhora a sua imagem no mercado. Dessa forma, as organizações passaram a conciliar os interesses dos acionistas com a agregação de valor à sociedade, visto que, o valor de uma organização vai além do valor de mercado, podendo ser visto também de forma social, ética, ambiental, entre diversos outros valores que os acionistas também podem levar em consideração.

As causas sociais também são uma forma de agregar valor ao acionista. Muitas organizações utilizam da responsabilidade com a sociedade como forma de estratégia, para agregar um maior valor aos investidores, visto que, as causas sociais também chamam a atenção dos acionistas e gera um valor moral. O envolvimento e responsabilidade com a sociedade, proporciona uma melhor imagem para a organização, gerando assim um valor agregado, que desperta o interesse dos investidores. Dessa forma, os gestores conciliam a missão social com o valor agregado ao acionista, chamando a atenção do investidor e ganhando a preferência de investimentos (NETO, ARAUJO e FREGONESI; 2006).

Segundo Fischer *et.al*, (2003, p.5):

O engajamento empresarial com causas comunitárias e sociais não pode ser visto simplesmente como altruísmo, ele também pode ser importante para a estratégia da empresa.

Desta forma, a criação de valor está atrelada a atitudes assertivas de oportunidades de negócios, onde os executivos precisam saber identificar qual a transação que irá alavancar os resultados. Por sua vez, para que sejam obtidos os resultados esperados, é necessário o engajamento da equipe, de forma que, estejam aliados os anseios de ambas as partes e o sucesso da organização esteja intimamente ligado ao sucesso dos executivos, visto que, criando o valor desejado ao acionista, a empresa melhora como um todo, e isso reflete também nos executivos e demais stakeholders.

Sendo assim, o VBM procura equiparar os interesses de ambas as partes, para evitar que os executivos tomem decisões agindo por suas ambições próprias e foquem também nos interesses dos investidores. Para isso, é de suma importância atrelar as tomadas de decisões e

sistemas de incentivos, de forma que a maximização dos retornos aos acionistas represente também ganhos para os executivos (ALVES e CHAVES, 2013). Segundo os mesmos autores,

O objetivo é maximizar o retorno a todos de forma agregada. Empresas com remuneração atrelada aos resultados farão com que os empregados sejam mais motivados em aumentar a sua produtividade, tendo os acionistas como parceiros da empresa e não apenas como fornecedores de capital, formando um elo de fidelização e em que as empresas que trabalham com transparência terão mais credibilidade.

Sendo assim, com o interesse dos executivos atrelado à valorização das ações e a capacidade de pagamento dos, a organização se torna atraente aos acionistas, visto que estariam atrelando os interesses de ambas as partes. Para isso, os gestores precisam levar em consideração os custos que a empresa terá com determinada ação e quais retornos possíveis, sempre atentado, para que os resultados sobressaiam os custos sofridos. Por fim, é preciso também que levem em consideração, qual a atuação no mercado que irá agradar algo aos seus acionistas, preservando os princípios e necessidades dos seus sócios.

2.1.1. EVA/MVA

Com o intuito de passar confiabilidade aos acionistas, as empresas precisam divulgar dados mensuráveis e seguros, dos seus resultados. Dessa forma, o investidor poderá avaliar os retornos das organizações e identificar qual melhor atenderá seus critérios. A análise desses resultados se faz importante não só como uma informação ao acionista, mas é de fundamental importância também para os próprios gestores, de forma que estes possam avaliar suas ações e definir e controlar as estratégias. Para isso, utiliza-se como artefato, alguns indicadores, que irão mostrar, o quanto a empresa está valendo, de forma que auxilia a gestão a entender onde pode mudar ou aperfeiçoar, buscando sempre ampliar o valor da empresa, atraindo assim, ainda mais investidores (KRUGER e PETRI, 2013).

Os fatores levados em consideração para determinar o valor de uma organização, podem ser fatores mensuráveis, financeiros (relacionado ao investimento e capacidade de retorno; os que geralmente são mais utilizados pelas empresas), e não financeiros (satisfação, relação com clientes etc.) (CALDEIRA, 2005).

Esses índices de avaliação do desempenho da organização, permite aos gestores um acompanhamento das decisões e fornece a oportunidade de fixarem os métodos utilizados para permanecer com a geração de valor, ou mudança de hábitos que estão tornando a empresa com menor valor agregado, e como menciona Kaplan e Norton (1997, p. 21), o que não é medido não é gerenciado.

Os acionistas estão sempre interessados no valor que a empresa possui referente ao mercado, analisando sempre os indicadores e visando uma perspectiva de retorno, de forma que Stewart (1991 apud PEREIRA e RODRIGUES, 2020), propõe dois conceitos: o *Economic Value Added* (EVA, que se traduz como Valor Econômico Adicionado) e o *Market Value Added* (MVA ou Valor de Mercado Agregado), que se tornam dois padrões fundamentais para a avaliação de qualidade da gestão das organizações. O MVA e o EVA, são indicadores criados no final da década de 80, pela entidade Stern Stewart & Co (STEWART III, 2005, apud CAMARGO, 2018). Um levantamento realizado por G. Bennett Stewart III e Joel M. Stern, idealizou as metodologias EVA e MVA, e encontrou uma forte correlação entre os indicadores (SANTOS e WATANABE, 2005).

Segundo os mesmos autores, de acordo com o EVA, a organização estará somando valor para os investidores quando gerar um resultado superior ao valor do capital investido na empresa. Já o MVA é determinado pela diferença do valor de mercado da organização e o aporte que nela fora investido, representando a performance das ações, ou seja, resulta o quanto a administração agrega valor sobre o capital investido na companhia.

O EVA é a medida de desempenho financeiro que mais se assemelha com a realidade, ou seja, que chega mais perto de apurar o verdadeiro valor econômico da organização. Sendo assim, o indicador é muito utilizado nas análises feitas pelos acionistas bem como ampara os administradores nas suas tomadas de decisões e definições de estratégias, de forma que estes executem ações e planos mais racionais, para gerar um melhor desempenho e retorno à empresa, e isto é destacado por Chari (2009), nos seus estudos e análises que fez comparando o EVA com diversos outros indicadores. O indicador em questão, é classificado como financeiro, ou seja, irá analisar a relação entre o investimento feito e a capacidade de retorno, e assume a função de definir o lucro operacional líquido depois de retirado os impostos e o custo de capital investido. Analisam as operações já realizadas e entendem como a gestão está se portando. Caso o indicador EVA dê um resultado positivo, os retornos obtidos foram bons, e cria valor para a empresa; caso dê negativo, indica que os investimentos não foram bem alocados, de forma que o retorno foi inferior ao valor investido (PEREIRA e RODRIGUES, 2020).

Conforme Stewart (1991 apud PEREIRA e RODRIGUES, 2020), o EVA resulta da diferença entre resultados operacionais gerados pela empresa e o custo do capital, de forma que determina o desempenho da organização no período analisado e mostra se a organização gerou ou destruiu valor. O modelo EVA foi criado por sua vez, por este autor, e sua fórmula é:

$$\text{EVA} = \text{ROAI} - (\text{WACC} \times \text{CAPITAL INVESTIDO})$$

Sendo:

$\text{ROAI} = \text{RO} \times (1-t)$; RO - Resultados Operacionais; t – taxa de imposto efetiva (resultados operacionais após impostos);

WACC = Custo médio ponderado de capital;

O EVA da organização será positivo se o ROAI for maior que o custo do capital investido (WACC), de forma que a organização criará valor ao acionista caso a rentabilidade do capital investido seja maior que o custo médio do capital. Se o resultado for negativo, a empresa destruirá valor. (PEREIRA e RODRIGUES (2020).

Desse modo, é perceptível que o EVA é um indicador financeiro que mostra os resultados operacionais de uma instituição, de forma que irá se basear em medidas já passadas, ou seja, é analisado os números já alcançados anteriormente e criado o seu valor a partir disso, de forma que, com base nos resultados que já foram obtidos fazem uma perspectiva e criam o valor para a empresa através dessa apuração.

Segundo Marquezan e Diehl (2011), a percepção do investidor está mais ligada ao resultado financeiro e, quando se avaliam os resultados baseados neste, se está mais próximo da compreensão do acionista. Em contrapartida, é importante avaliar também os indicadores não financeiros, para ter percepções e projeções futuras, de forma que os indicadores financeiros estão ligados apenas ao que já ocorreu (ANTHONY e GOVINDARAJAN, 2008).

Sendo assim, se faz necessário que as empresas busquem criar valor para sua organização através de outros indicadores também, visto que muitos investidores irão avaliar não só o passado e números já conquistados, mas observarão também a perspectiva de retorno no futuro. Para isso, existem os indicadores que indicarão esse resultado aos investidores e gestores, sendo o mais comentado e utilizado no mercado, o MVA.

Os investidores não analisam a empresa apenas com base no seu histórico de retornos, eles buscam também uma expectativa de ganhos futuros. Para Ferreira (2002), o EVA apresenta uma limitação nesse sentido, visto que por mais que mostre os resultados obtidos num período e sua capacidade de criar ou destruir valor, não indica perspectivas de rendimentos futuros, de forma que o MVA sobrepõe essa limitação, mostrando a diferença entre o valor de mercado da organização, que seria o valor de mercado dos capitais próprios e do endividamento e o valor total dos recursos investidos, ou seja, o valor contábilístico dos capitais próprios e do endividamento (PEREIRA E RODRIGUES, 2020)

Conforme Stewart III (2005 apud CAMARGO, 2018), o MVA reflete a competência referente as aplicações da empresa em determinado período e o quão competente será no futuro, de forma que a empresa que prioriza a riqueza do acionista, terá como grande objetivo, a maximização do MVA. De acordo com Ferreira (2002), o MVA mostra a divergência entre o valor de mercado da organização e o valor total do capital investido, sendo representado pela seguinte expressão:

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado} - \text{Capital total investido}$$

Ainda segundo o mesmo autor, este indicador serve como medida definitiva da criação de valor, visto que é a diferença obtida entre o capital que foi investido e o valor estimado a receber das vendas das ações no mercado, de forma que se o MVA for positivo, a empresa gera valor e riqueza ao acionista, visto que, o MVA irá mostrar a relação entre o valor que os acionistas investem e o quanto conseguem lucrar com as ações, mostrando se há perdas ou ganhos de valores.

Sendo assim, através da análise dos indicadores, os acionistas conseguem identificar quais as melhores oportunidades para alocar seu recurso, de modo que a empresa escolhida esteja alinhada aos seus ideais e proporcionando os retornos que se adequem a suas expectativas. E para a empresa, os indicadores auxiliam no entendimento de como está sua gestão e em quais pontos pode haver mudanças, buscando melhoria e maximização de valor aos acionistas, ganhando posição frente a concorrência.

2.1.2 Outras Métricas

Uma das formas que as empresas encontram de mensurar seus resultados, de forma que identifiquem seus pontos fracos e seus potenciais de crescimento, é através dos indicadores de desempenho. Essas avaliações consistem em julgar ou atribuir o desempenho prestado através de seus conceitos predeterminados. Esses indicadores podem ser divididos em algumas categorias, onde as mais conhecidas são financeiras e não financeiras, que irão mensurar os retornos de forma quantitativa, como também avaliar o desempenho através dos méritos, reconhecimento de uma forma qualitativa (MARQUEZAN, DIEHI e ALBERTON, 2013).

O CVA é a medida absoluta de ganho dada pela diferença entre o fluxo de caixa operacional e o custo de capital somado ao custo de reposição do capital. É representado pelo valor absoluto resultante da diferença entre o ganho operacional expresso em termos de fluxo

de caixa e o ônus do capital empregado formado pelo custo de capital (remuneração requerida), mais o custo de reposição do capital (valor de reposição) (MOTA e OLIVEIRA, 2004).

Martins *et al.* (2012) relata que o prelúdio de um investimento é que o aplicador tenha um retorno maior do que o aporte realizado. Para que não aconteça de um investimento render menos do que o valor aplicado, é importante analisar e empregar os recursos em organizações que possuem grande probabilidade de dá o retorno esperado, ou seja, a empresa precisa possuir habilidade de gerar um fluxo de caixa satisfatório e positivo, de forma que o investimento consiga ser pago pela situação econômica real da empresa. Dessa maneira, a teoria das finanças relata que o valor de uma empresa é baseado num retorno esperado futuro, e não sobre retornos passados. Esses indicadores variam de acordo com o ramo e realidade de cada empresa, para chegar a um valor para a organização, mais próximo da realidade, proporcionando um retorno mais concreto.

Como forma de avaliar o fluxo de caixa de uma empresa, os investidores podem optar pela análise do *Cash Flow Returnon Investment* (CFROI) da instituição, Madden, B. (2004), mostra que as previsões de retorno futuras podem ser melhoradas, se analisados os retornos passados, de forma que a empresa precisa aumentar seus indicadores, para que possa considerar um melhor retorno. Sendo assim, o CFROI é responsável por mensurar o fluxo de caixa gerado por uma empresa em determinado ano, como uma porcentagem do que foi investido nos ativos da empresa, fazendo a análise com os anos anteriores, de forma que observam se houve o crescimento da organização ou não (CAVALCANTE e ZEPPELINI, 2021).

Segundo Costa e Macedo (2021), a análise conhecida como CFROI, foi criada inicialmente pela companhia Callard, Madden & Associates, e tem por objetivo quantificar a lucratividade gerada pelos ativos da entidade, medindo assim, a criação de valor da organização e dos acionistas, porém o indicador ainda é pouco debatido pela literatura devido à complicação de seu cálculo. Para Martins *et al.* (2012), ao obter o cálculo do CFROI de uma empresa, pressupõe-se que os retornos de caixa sobre os ativos serão os mesmos dentro do período estimado e analisado, onde o CFROI procura entender a rentabilidade sofrida pelos ativos de uma empresa em determinado período de tempo. O método apura o total de rendimentos da empresa, levando em consideração a capacidade de liquidez dos seus ativos, de forma que representará o percentual de retorno esperado sobre um investimento. Por fim, Cavalcante e Zeppelini (2021) afirmam ainda que para chegar ao valor do CFROI, se torna preciso calcular a taxa de retorno interno (TIR), levando em consideração o valor inicial como

o caixa investido e o valor final como o último fluxo de caixa somado aos ativos não depreciáveis.

2.2. Teoria da agência

A teoria da agência estuda o obstáculo entre um indivíduo (principal) que contrata uma outra pessoa (agente) para exercer determinada função. A teoria irá analisar possíveis conflitos de interesses entre as partes, no intuito de diminuir ou eliminar os problemas, visto que esses problemas podem gerar despesas para a empresa, que são de relativa importância para a organização (JENSEN e MECKLING, 1976).

O mercado de ações é bastante dinâmico e cada ativo de forma individual, possui o seu risco. Como forma de diminuir o risco sofrido pelos ativos, é preferível aos investidores que diversifiquem suas aplicações, de forma que, não alocariam todo seu recurso em um único ativo, para que não ocorra uma perda e o afete totalmente. Porém, muitos investidores não possuem a experiência ou o tempo necessário para estudar e diversificar seus investimentos, de forma que alocam seus recursos em um fundo de investimento, que dispõe de um agente que cuidará e decidirá onde irá investir os recursos obtidos, dessa forma, está cada vez mais comum, investidores aplicar seus recursos em fundos de investimentos, terceirizando seus aportes financeiros e confiando em administradores para que invistam nas ações e títulos que lhes deem maiores retornos. O objetivo do fundo é alocar de uma forma mais diversificada e assertiva em ativos, de forma que os investidores esperam os maiores retornos possíveis. Os agentes dos fundos aplicam os recursos do grupo, afim de reunirem aportes dos diversos aplicadores, e direcionam para os ativos que julgam como boa oportunidade (DALMACIO e NOSSA, 2020).

Ao aportar nos fundos surge então, uma relação entre o principal (investidor) e o agente (administrador do fundo). O principal busca a maximização de seus retornos, de forma que o administrador crie valor para seus títulos e ações e aumente sua riqueza. Por sua vez, os agentes também possuem seus interesses pessoais, que muitas vezes, diferenciam dos investidores, gerando assim os conflitos de interesses, onde agente e principal estão pensando nos seus próprios interesses e os administradores podem optar e fazer escolhas que retardem e diminuam os retornos dos aplicadores.

Por sua vez, há então uma base teórica, nominada como Teoria da agência, que busca analisar as relações dos envolvidos, quando em um grupo existe a distinção dos proprietários do capital e os indivíduos responsáveis pelo controle, de forma que pretendem estudar e

diminuir os conflitos de interesses entre as partes (ARRUDA, MADRUGA E JUNIOR, 2008).

No entanto, a teoria da agência explora a relação e os conflitos que existe entre os proprietários dos recursos e os administradores, visto que nem sempre os interesses dos primeiros estão alinhados aos interesses dos agentes (BEDICKS, 2009). Com isso, tendo por base o intuito de explicar os conflitos de interesses entre o agente e um principal, existe a teoria das agências. No cenário atual, onde o poder de decisão de investimentos está cada vez mais, nas mãos de gestores, e não apenas dos proprietários, é necessário entender e alinhar os interesses de ambos. Quando se entende que cada ser costuma pensar no seu próprio sucesso e crescimento, consegue-se identificar que existem problemas quanto aos interesses dos indivíduos dentro de uma organização, de forma que, cada um irá tomar atitudes e ações de forma que favoreçam os seus interesses em primeira instância.

Quando os interesses do agente e principal não estão ligados, em algum momento haverá o prejuízo de alguma parte. No caso em que o agente age conforme seus interesses próprios, priorizando os seus anseios e desejos, deixará de atender as necessidades do principal, pois em muitos casos poderá deixar de alocar os recursos em ações e títulos mais pertinentes por receios pessoais ou até mesmo visando retornos, que de forma individual será melhor para o próprio.

Para Jensen e Meckling (1976 apud ARRUDA, MADRUGA e JUNIOR, 2008, p.78), os indivíduos estão com o seu comportamento fundamentado com base em suas preferências e objetivos, de forma que, não podem desejar maximizar uma função que não seja a sua. Mediante isso, se faz necessário alinhar os objetivos e expectativas de ambas as partes, para que os envolvidos trabalhem de forma equiparada e a maximização de riqueza de um, represente ganhos ao outro também.

2.2.1. Problema e custo de agência

Quando o investidor decide alocar seus recursos em um fundo de investimento, de forma que contratam uma ou mais pessoas (agentes) para as tomadas de decisões, estão criando uma relação entre as partes, de forma que pode conflitar os interesses com o dos acionistas, fazendo com que surja os problemas ou conflitos de agência.

Conflito de agência é a possibilidade de que os interesses do agente e do principal possam divergir, de forma que um acabe tirando vantagem do outro, para suprir seu interesse pessoal (NASSIFF e SOUZA, 2013).

Com a diversificação de aportes do capital, as tomadas de decisões da organização passam a ser exercidas por executivos não proprietários, de maneira que dá início ao problema de alinhar os interesses das partes, para que não haja a manipulação dos interesses de algum. Caso as tomadas de decisões não sejam alinhadas, haverá os conflitos de interesses, onde uma parte se beneficiará mais e, conseqüentemente, a outra resultará em prejuízos. Essa não assimetria e conflito de interesses geram então o Custo de Agência (NASSIFF e SOUZA, 2013).

Os custos de agência são custos reais pertencentes aos contratos e pela capacidade das pessoas em estabelecer os contratos, seja de forma simples ou sofisticada, de acordo com a natureza da transação entre as partes e pela criação de incentivo do cumprimento dos mesmos (JENSEN e MECKLING, 1976).

É impossível manter a relação de agência a um custo zero, os custos de agência são inevitáveis quando se envolve um relacionamento entre duas ou mais partes de um contrato, e não é possível eliminá-los cem por cento, somente se o agente e o principal se tornar um só, ou seja, caso não haja os contratos e o proprietário do capital tenha totalidade dos poderes e alocue seus recursos. Os custos de agência surgem em qualquer relação que envolva esforços cooperativos entre duas ou mais pessoas, mesmo que não haja relação entre principal e agente. São decorrentes da contratação entre as partes e correspondem à soma das despesas de monitoramento, despesas com a concessão de garantias contratuais e os custos residuais. (JENSEN e MECKLING, 1976).

2.2.2. Contratos

As relações contratuais são acordos entre as partes interessadas, tal como executivos, acionistas, clientes, fornecedores, estado e outros. Os acordos contratuais servem para firmar uma relação entre as partes e designar os interesses, de forma que cada membro desempenha a função estabelecida e assim sendo, recebem algo em troca (MORESCO, 2017). Uma forma de contrato se dá entre um investidor que decide aportar seus recursos em uma empresa, para que esta se responsabilize por aplicar os investimentos de forma que tenham os maiores retornos e em troca, a organização se beneficia com uma porcentagem do investimento.

Os acordos contratuais por sua vez, podem gerar conflitos de interesse, como já citado por Jensen e Meckling (1976), e nem sempre os objetivos das partes estarão em consenso, visto que diversas questões são influenciadoras nas decisões, como medos pessoais que reprimem os executivos de investirem em mercados mais arriscados e dessa forma perdem

grandes possibilidades que os investidores almejavam. Sendo assim, os contratos no mercado financeiro, envolve diversos fatores que precisam ser analisados, para que não ocorram tantas divergências de interesses.

Dessa maneira, Jensen e Meckling (1976) argumentam que os possíveis problemas de agência poderiam ser solucionados através de um acordo contratual entre as partes de forma clara e objetiva, mostrando os reais interesses das partes e alinhando os objetivos dos agentes e do principal, buscando estratégias que possibilite aos executivos maiores incentivos, para que busquem a maximização dos resultados.

Neste sentido, a forma de remuneração escolhida pela organização é uma grande estratégia, visto que, atrelando os recebimentos dos executivos ao lucro gerado para a empresa, aumenta o engajamento e alinha os interesses, de forma que se torna uma relação diretamente proporcional, onde o crescimento de uma parte é agregado ao melhor resultado de outra (SILVA, AZEVEDO e NETO, 2019).

2.2.3. Remuneração

Conflitos de interesses entre os executivos e o principal, podem causar custos de agência na organização, resultando em prejuízo para a empresa. Sendo assim, é preciso que estratégias sejam aderidas, para que os interesses de ambas as partes estejam alinhados. Dessa forma, a remuneração entregue aos executivos, é um artifício utilizado pelas empresas para que atrele o crescimento pessoal e econômico do executivo com a agregação de valor dos acionistas (SILVA, AZEVEDO e NETO, 2019).

No passado os acionistas não tinham liberdade e facilidade em saber como os gestores eram remunerados, fazendo com que os acionistas que estivessem insatisfeitos, apenas vendessem suas ações e não tivessem voz. As empresas concorrentes é quem eram usadas como parâmetros de desempenho, avaliando os resultados entregues por cada. Hoje, os acionistas têm abertura e conhecimento suficiente para impor suas exigências, de forma que o trabalho dos CEO passaram a ser acompanhado com mais cautela e os indicadores mostram se o pensamento do gestor está devidamente alinhado com o pensamento dos acionistas, essa análise é também feita além dos acionistas, por legisladores, reguladores, etc. Dessa maneira, os CEOs saíram da posição de total liderança, para ocupar um papel secundário, visto que o ponto de vista e decisão dos acionistas tem total influência sobre o mercado. As avaliações de desempenho mostram se os interesses dos stakeholders estão alinhados e são determinantes para as tomadas de decisões. Sendo assim, essa mudança de cenário exigiu das empresas

estratégias para que estreite os interesses das partes. O novo cenário interferiu na forma de remunerar os CEO, uma vez que as empresas passaram a relacionar a remuneração com o desempenho obtido, utilizando formas de remuneração, incentivos de curto e longo prazo, para que sejam alinhados os interesses e obtido um melhor retorno (SERAPICOS, 2016).

As ações gerenciadas por terceiros, não são perfeitamente observadas pelos acionistas, ou seja, quando os aportes são feitos por agentes, nem sempre é possível que os investidores tenham total ciência de como estão sendo feitos as alocações dos recursos. Dessa maneira, os executivos podem agir de forma que favoreçam seu crescimento e interesses pessoais, deixando em segundo plano os interesses dos acionistas. Segundo Beuren, Silva e Mazzioni (2014), a teoria da agência alerta que as disparidades de informações podem gerar situações oportunas para os agentes, para que estes priorizem os seus interesses e gerem discrepância de preferências.

Para Jensen e Murphy (1990), a teoria de agência prevê que as remunerações aos agentes fornecem um incentivo, para que estes selecionem e aportem em ações que estejam alinhadas aos interesses do principal. Contudo, a política de remuneração serve também para alinhar os interesses e preferências.

A relação contratual entre os executivos e o principal é um grande aliado para a concordância de interesses, de forma que os agentes se sentem motivados e adequam seus interesses e anseios de crescimento aos interesses e resultados entregues aos acionistas. Dessa forma a remuneração aos executivos, e principalmente de forma variável, cria uma simetria entre os interesses das partes (JENSEN e MECKLING, 1976).

2.2.3.1 Remuneração fixa x variável de executivos

Com o aumento da competitividade, os modelos de remunerações tradicionais sofreram mudanças com os novos paradigmas do mercado, e para sobreviverem à nova realidade, as instituições precisam demarcar e atingir novas ambições e metas (WOOD JR. e PICARELLI, 2004 apud BEUREN, SILVA e MAZZIONI, 2014).

Para alinhar os objetivos dos gestores com os interesses dos acionistas, as organizações têm por estratégias implantar um sistema de remuneração que serve de incentivo para os colaboradores, indexando o crescimento da organização com o retorno recebido por estes.

Dessa forma, a remuneração tradicional não está mais sendo o incentivo suficiente para os colaboradores, de forma que as empresas ao invés de elevarem os salários fixos, estão

preferindo elevar a remuneração estratégica (WOOD JR. e PICARELLI, 2004 apud BEUREN, SILVA e MAZZIONI, 2014).

Segundo Silva, Azevedo e Neto (2019), as remunerações podem ser dadas de forma financeira ou não financeira. No que se refere às remunerações financeiras, estas podem ser divididas em fixas ou variáveis, de forma que a remuneração fixa é acordada desde o início do contrato e não sofre alterações, em contrapartida a variável é atrelada ao atingimento das metas estabelecidas entre a organização e o colaborador. Já as remunerações não financeiras são entregues através de bonificações e gratificações, como plano odontológico e de saúde, auxílio refeição e alimentação, entre outros. Essas remunerações não financeiras também podem ser dispostas por meio de métodos que auxiliem no crescimento profissional e pessoal, como planos de treinamento e desenvolvimento para os funcionários.

Conforme os estudos de Soares (2006), a remuneração variável possibilita também uma análise individual do gestor, avaliando o compromisso e engajamento com os objetivos da empresa. Dessa forma, além de aliar os interesses com os acionistas, criando valor à organização, os proprietários conseguem fazer uma análise de perfil dos seus gestores, avaliando os executivos a partir dos resultados entregues, e consequentemente, aqueles que apresentam os melhores retornos reflete numa maior remuneração.

Segundo Wood Jr. e Picarelli (1999 apud SOARES, 2006), há dois grandes tipos de remuneração variável, sendo a participação nos lucros e a remuneração por resultados. As duas formas de remuneração têm o intuito de proporcionar uma maior interação entre empresa e colaborador, porém a primeira é caracterizada pelos resultados gerais da empresa, o que segundo o autor, por ser definido através dos lucros globais da organização e dividido geralmente de forma igualitária entre os funcionários, sem diferenciar os esforços prestados por cada, prover uma motivação menos intensa. Em contrapartida, a segunda é definida por meio de metas e objetivos estabelecidos entre a empresa e o funcionário, de forma que a recompensa é medida nas esferas individuais.

2.2.4. *Stock Options*

Como forma de minimizar os problemas de agência, Jensen e Meckling (1976) mostra que a forma de compensar o funcionário, como o *stock options*, pode amenizar as divergências de interesses e aliar as vontades das partes, de forma que atrelam a remuneração de ambos (agente e principal).

Segundo Da Silva *et al.* (2018), muitas empresas estão optando pela adoção do método de remuneração por meio de opções de ações (*stock options*), que consiste na entrega de ações como forma de pagamento aos agentes. Segundo os autores, as empresas tomam a decisão de remunerar de forma atrelada ao desempenho da organização, afim de sincronizar os interesses das partes.

Com base em Kim e Ouimet (2014), o *stock options* é uma forma de aliar os interesses dos empregados ao interesse dos acionistas, visto que melhora o desempenho do funcionário, pois, parte de sua remuneração é concedida através de ações da própria organização, e quanto maior o valor da ação, maior o retorno para o empregado. Nos estudos de De Medeiros *et al.* (2017), é possível identificar a relação positiva entre a entrega de remuneração por meio dos *Stock Options* e o crescimento da organização e aumento no valor da ação.

2.3. Desempenho econômico-financeiro

Segundo Ensslin, Lyrio e Bortoluzzi (2008), a prática de avaliar o desempenho econômico-financeiro das empresas não é uma prática recente. Os empresários buscam sempre avaliar o desempenho da organização, através de demonstrações contábeis ou indicadores de desempenho, com o intuito de obter informações que auxiliem nas tomadas de decisões. Com o tempo, os indicadores utilizados foram aprimorando-se mais e tornando a prática mais difundida.

Em seus estudos, Camargos e Barbosa (2005), mostra que essa técnica leva em consideração os diversos demonstrativos contábeis, aprimorados pelos índices de desempenho, que se analisados de forma histórica, consegue avaliar o desempenho da empresa dentro de um certo período de tempo, permitindo que os administradores possam modificar ou aperfeiçoar medidas já tomadas. Os índices contábeis tradicionais, considerados pela literatura, são os índices de Rentabilidade, Liquidez e Estrutura de Capital (ENSSLIN, LYRIO e BORTOLUZZI, 2008).

De acordo com Perez e Famá (2003), a globalização está deixando o mercado mais competitivo, o que faz com que os empresários precisem cada vez mais melhorar seus resultados e rentabilidade. A prática da análise do desempenho da empresa, se torna essencial nesse processo, visto que confere ao processo de tomada de decisão uma clareza maior sobre quais decisões tomar, para que dessa forma, tornem-se mais assertivos e ganhem a vantagem precisa quanto aos demais do mercado (WERNKE e LEMBECK, 2004).

Ainda segundo Wernke e Lembeck (2004), a competição no mercado está tornando-se cada vez mais acirrada, fazendo com que as empresas precisem mitigar suas margens de lucro e tomar decisões assertivas. Se os administradores não fundamentarem suas decisões em resultados adequados, através de análises e resultados de controle interno, fica mais difícil que sobressaia a competição e superem os concorrentes do mercado.

Segundo Macedo, Silva e Santos (2006) a avaliação do desempenho de uma empresa é algo sempre muito passível de discussões, para que seja definido quais indicadores mostrariam de melhor forma os resultados e quais seriam mais justos a realidade da empresa. Ainda segundo os mesmos autores, os índices são uma combinação dos fatores de desempenho não só da empresa, mas também do mercado e das outras organizações analisadas, conjugando os indicadores financeiros de lucratividade e de risco.

Conforme Antunes e Martins (2007), a análise de desempenho tem o foco interno (gerencial) que identifica e analisa o crescimento e decisões internas e a avaliação para fins externos, onde é possível avaliar os concorrentes e o mercado que está inserido.

Segundo os estudos de Serapicos (2016), o desempenho organizacional baseado nos indicadores contribui com a criação de valor para o acionista e consequentemente a remuneração total do CEO, pois com a análise dos indicadores, é possível analisar a eficiência das empresas e tomar decisões importantes, que mudam o cenário da organização.

2.4. Modelo dinâmico

Conforme Pires, Panhoca e Bandeira (2010), as análises de desempenho econômico-financeiro das empresas são fundamentais para as tomadas de decisões, de forma que além das demonstrações tradicionais, como os demonstrativos contábeis, existem outros modelos e formas de avaliar a saúde financeira da organização.

Ainda conforme os autores, outra possível forma de analisar a situação econômico-financeira da organização, é através do modelo dinâmico, também chamado de modelo Fleuriet, que por sua vez, considera o estado econômico da empresa em andamento, diferente das demonstrações contábeis tradicionais, que o consideram ao finalizar o período. São gerados pelo modelo Fleuriet os indicadores: Capital de giro (CDG), Necessidade de capital de giro (NCG) e Saldo de tesouraria (T). Esses indicadores possibilitam uma análise conjunta, mostrando o índice de liquidez e efeito tesoura, como também mostra tipos de balanço, onde é possível identificar a saúde financeira da organização.

Segundo Junior, Matias e Ambrozini (2014), o professor francês Michel Fleuriet, na década de 1970, sugeriu um modelo de análise de demonstrações que avaliasse o período de tempo que ainda estava em andamento, e para isto, reclassificou a divisão de ativos e passivos no balanço patrimonial, modificando de acordo com seu ciclo operacional, incluindo dois subgrupos: contas erráticas e contas cíclicas. Essa modificação então, divide as contas conforme o tempo que as mesmas levam para realizar seu giro.

De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), contas cíclicas referem-se as contas relacionadas ao ciclo operacional da empresa, que apresentam movimentações contínuas, como estoques, fornecedores, clientes, entre outras. Já as contas erráticas, são aquelas que não estão diretamente ligadas ao ciclo operacional, sendo elas os descontos de duplicatas, os títulos negociáveis e outras. No modelo desenvolvido por Fleuriet, também são propostos indicadores (CDG, NCG e T), que tem como finalidade mostrar a saúde financeira da organização.

2.4.1. Necessidade de Capital de Giro (NCG)

Quando analisado os demonstrativos, é calculado a diferença entre o ativo cíclico da organização e o ativo não cíclico, onde essa diferença irá identificar a necessidade de capital de giro. Sendo assim,

$$\text{NCG} = \text{Ativo Cíclico} - \text{Passivo Cíclico}$$

Segundo Pires, Panhoca e Bandeira (2010), quando o ativo cíclico de uma empresa se encontra maior que o passivo, evidencia uma entrada de caixa maior que as saídas, dessa forma o índice de NCG ficará positivo, indicando que a organização possui um superávit de capital de giro e não precisará recorrer a capital de terceiros. Mas, já quando as saídas de caixa acontecem antes das entradas, o NCG resultará em valor negativo, indicando que haverá uma necessidade de capital de giro, visto que, a empresa não possui capital próprio no momento para custear suas saídas de caixa, precisando recorrer à capital de terceiros.

2.4.2. Capital de Giro (CDG)

Segundo Chiachio e Martinez (2019), o capital de giro é a diferença entre o passivo não cíclico (passivo permanente) e o ativo não cíclico (ativo permanente).

CDG=PASSIVO PERMANENTE – ATIVO PERMANENTE

De forma que, o CDG de uma empresa pode ser negativo, e neste caso, o ativo permanente é maior que o passivo permanente, indicando que ela está financiando uma parte de seus investimentos com recursos de curto prazo. Por mais que essa situação apresente um maior risco de insolvência, a empresa consegue se desenvolver, desde que sua NCG também seja negativa.

2.4.3. Saldo de Tesouraria (T)

Ainda segundo os mesmos autores, existem duas formas de encontrar o Saldo de Tesouraria, que seria entre a diferença entre o ativo errático e o passivo errático, ou ainda a diferença entre o CDG e NCG. Conforme Pires, Panhoca e Bandeira (2010), o ativo e passivo errático representam contas do circulante, que não estão ligadas às operações. De forme que:

$$\mathbf{T = ativo\ errático - passivo\ errático}$$

Outra forma de encontrar o Saldo de Tesouraria seria através da diferença entre o CDG e a NCG, podendo ser representada por:

$$\mathbf{T = CDG - NCG}$$

Desse modo, um saldo de tesouraria positivo significa dizer que a empresa possui capital suficiente para custear as obrigações financeiras de curto prazo, sem que haja uma redução nos recursos do ciclo operacional.

2.4.4. Efeito Tesoura

Por fim, existe o conceito do Efeito Tesoura, que segundo Diláscio, Souza e Oliveira (2007), acontece quando a empresa tem uma necessidade de capital de giro cada vez maior e dispõe de um saldo de tesouraria negativo. Quando há um crescimento no número de vendas, e os recursos de longo prazo não crescem gradativamente, a empresa passa a utilizar os recursos de curto prazo para cobrir a necessidade de capital de giro, gerando um saldo de tesouraria negativo para financiar a NCG.

Dessa forma, os gestores precisam estar atentos a esse efeito, visto que, se aumentarem o volume de atividade da empresa, sem recursos para cobrir o crescimento, haverá necessidade de contratação de empréstimos de curto prazo, tornando a empresa com uma liquidez mais crítica.

2.5. Panorama do setor de Educação Brasileiro

Segundo Serafim (2011), o setor da educação está sofrendo diversas alterações mediante a globalização e adoção de práticas neoliberais na economia como um todo. As escolas, e em particular as faculdades públicas e as universidades, que perderam significativamente o apoio do estado, estão optando por práticas de comercialização no setor privado, como fonte de renda, e a participação das instituições está cada vez mais visível no mercado.

Ainda conforme a mesma autora, a “nova fase do capitalismo” que se caracteriza como um processo mais enxuto, sem muita participação do estado na economia, afetou em grande escala o setor da educação, que precisaram optar por uma inserção mais íntima no mercado e na economia, fazendo a conjuntura econômica, política e ideológica no setor da educação.

De acordo com Carvalho (2013), a mercantilização da educação superior é reflexo do processo de globalização e não se restringe apenas ao cenário brasileiro. Na década de 1990 as grandes instituições educacionais ingressaram no mercado e passaram a ter suas ações transacionadas na Bolsa de Valores de Nova York e na Associação Nacional Corretora de Valores e Cotações Automatizadas (NASDAQ), de forma que, a partir de então, a educação superior transformou-se em um grande negócio. Ainda segundo os autores, a mercantilização da educação chegou ao Brasil em meados da década de 90 e apareceu por meio de oferta direto dos cursos (presenciais e à distância), da produção de materiais instrucionais (livros, apostilas e softwares) e do surgimento de consultorias empresariais. Ainda segundo a mesma autora, em 2007 as empresas educacionais brasileiras abriram seu capital e começaram o processo de oferta pública de ações (IPOs) de empresas educacionais na BM&FBOVESPA.

3. MÉTODO

Esse tópico retrata a tipologia da pesquisa utilizada, a caracterização da amostra e população, coleta de dados e processos metodológico.

3.1 Tipologia da pesquisa

Segundo Raupp e Beuren (2006), é de muita importância os delineamentos dos procedimentos metodológicos numa pesquisa científica, visto que, o delineamento mostra a forma pelo qual obteve-se as respostas para o problema de pesquisa determinado, através de uma estruturação elaborada, que se torna uma guia para a experimentação, coleta de dados e a análise, proporcionando uma melhor desenvoltura à pesquisa. No entanto, existem diversas formas de abordagem quanto à classificação de delineamento de uma pesquisa.

Ainda conforme Raupp e Beuren (2006), a tipologia de delineamento de pesquisa pode ser classificada em três categorias: pesquisa quanto aos procedimentos, pesquisa quanto aos objetivos, e pesquisa quanto à abordagem do problema. Com base nisto, a presente pesquisa será dividida então nessas três classes.

Quanto ao objetivo, a presente pesquisa se caracteriza como descritiva, visto que tem como designo colher informações sobre uma realidade já existente, sem que haja interferência nela (no qual essa população analisada seriam as empresas do ramo da educação listadas na BOVESPA). Dessa forma o estudo busca interpretar a realidade e observar os fenômenos que foram descobertos, para analisar se as hipóteses lançadas na pesquisa serão bem-sucedidas ou não e assim estabelecer uma relação entre as variáveis. Sendo assim, serão analisadas as empresas e observado se haverá a relação entre o resultado dos indicadores do modelo dinâmico e o EVA, interpretando os resultados, afim de colher as informações e não havendo uma interferência na realidade da organização. Segundo Vieira (2021), a pesquisa descritiva tem como objetivo conhecer e interpretar a realidade sem interferir nela, de forma que busca descobrir e observar fenômenos, afim de descrevê-los, interpretar ou classificá-los. A pesquisa descritiva então, estuda características de determinada população ou fenômeno e muitas vezes pode se interessar na relação entre as variáveis. Os autores também classificam dois tipos de estudos mais utilizados nessa pesquisa, o longitudinal (coleta de informações ao longo do tempo) e o transversal (coleta de informações somente uma vez no tempo).

O que caracteriza o delineamento dos procedimentos é a forma da coleta de dados. A presente pesquisa então, quanto aos procedimentos pode ser caracterizada como bibliográfica

e documental, visto que são coletados dados com fontes documentais, afim de recolher informações acerca de um estudo ou material já existente (como os livros, artigos, revistas e etc., que foram utilizados para embasamento desse estudo), com o objetivo de compreender a hipótese que se quer experimentar, caracterizando-se assim como bibliográfica. Também pode ser classificada como documental, pois também serão colhidas informações de materiais que ainda não foram tratados e que pode ser reestruturado de acordo com o foco da pesquisa, e podem ser classificadas como fonte de primeira mão, que são informações ainda não analisadas, e de segunda mão, que já passaram por algum tipo de análise. Nesse caso, a pesquisa utiliza de dados secundários, de forma que será colhido dados por meio de demonstrações contábeis disponíveis e variáveis já calculadas no banco de dados no site da CVM, BM&FBOVESPA e *Economatic*.

Por fim, no que se refere a abordagem do problema, a presente pesquisa se caracteriza como quantitativa, visto que, é utilizado dados e meios estatísticos, afim de disponibilizar um resultado objetivo e com precisão. Não sofre influência dos autores e não possuem distorções de análise ou interpretação.

3.2. População, amostra e processo de amostragem

A população da pesquisa é composta por empresas de capital aberto listadas na BM&BOVESPA no setor de consumo cíclico, subsetor diversos e segmento de serviços educacionais. Foram coletados dados de seis empresas, que compuseram a amostra da pesquisa, das quais foram ANIMA HOLDING S.A.; BAHEMA EDUCAÇÃO S.A.; COGNA EDUCAÇÃO S.A.; CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.; SER EDUCACIONAL S.A. e YDUQS PARTICIPACOES S.A.

3.3. Coleta de dados

As demonstrações contábeis das empresas foram extraídas na *Economatic*. Através das demonstrações colhidas, foi elaborado a planilha com os dados, separando os valores de: capital investido, NOPAT, valor de mercado, valor das ações, capital próprio e capital de terceiros, de cada empresa. Também no banco central do Brasil foi colhido o valor do CDI e BOVESPA dos anos que serão analisados. A taxa de juros paga em capital de terceiros foi encontrada nos demonstrativos e notas explicativas, dispostos no próprio site de cada empresa. Todos os dados colhidos serão analisados e submetidos aos cálculos necessários. O período analisado foi de acordo com a disponibilização das informações no banco de dados,

que variou entre o segundo semestre de 2007 até o primeiro semestre de 2021 e foram coletados em dados trimestrais.

3.4. Processo Metodológico

A Regressão Linear Múltipla foi o modelo econométrico utilizado nesse estudo, que utilizou o método dos mínimos quadrados ordinários, e foi aplicado por meio do software SPSS versão 21 (*Statistical Package for the Social Sciences*). As variáveis utilizadas nessa pesquisa se referem à seis empresas de ensino e estão dispostas em períodos diferentes, de forma que foi utilizado a técnica de *pooling*, onde faz a combinação dos dados *cross-sectional* e dados de séries temporais.

As hipóteses do modelo estão descritas no Quadro 1.

Quadro 1: Hipóteses do modelo

Hipóteses	Descrição	Autores
H ₁	Existe uma relação positiva entre a rentabilidade e o EVA	Costa Junior & Neves (2000).
H ₂	Existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o EVA	
H ₃	Existe uma relação negativa entre a Necessidade de capital de giro e o EVA	GRABIN, Raquel et al (2005).
H ₄	Existe uma relação positiva entre a geração de capital de giro e o EVA	
H ₅	Existe uma relação positiva entre o saldo de tesouraria e o EVA	GRABIN, Raquel et al (2005).

Fonte: Própria pesquisa (2021).

As variáveis que foram utilizadas na pesquisa estão dispostas no quadro 2, mostrando a variável dependente (EVA) e as demais que foram utilizadas para explicar o EVA.

Quadro 2: Variáveis Dependentes e Independentes do modelo

VARIÁVEIS DEPENDENTES	VARIÁVEIS INDEPENDENTES
EVA (Valor Econômico Adicionado)	NCG (Necessidade de capital de giro)

	CGL (Capital de giro)
	SDT (Saldo de tesouraria)
	ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido)
	TAM (Tamanho da empresa)

Fonte: Própria pesquisa (2021)

Sendo assim, em seguida da análise exploratória dos dados, será efetuado a análise de correlação. A pesquisa envolveu duas regressões onde foram testadas todas as variáveis independentes com a variável dependente (EVA) de acordo com o modelo Durbin-Watson, abaixo segue o modelo matemático da regressão:

$$\text{EVA} = \alpha + \beta_1 \text{ROE} + \beta_2 \text{TAM} - \beta_3 \text{NCG} + \beta_4 \text{CGL} + \beta_5 \text{SDT} + u$$

Sobre as nomenclaturas das variáveis, estas estão descritas no quadro 1. O α é o intercepto e o μ é o erro da equação, já β é o coeficiente das variáveis. Com relação aos testes, foram realizados o teste de Durbin-Watson sobre a independência dos resíduos, o teste de normalidade dos resíduos (teste de Kolmogorov-Smirnov), o teste de homocedasticidade (Teste de Pesaran-Pesaran baseados nos valores da estatística F) e o teste de multicolinearidade, por meio da matriz de correlação das variáveis independente.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A coleta de dados foi realizada através do software Economática, onde são disponibilizadas informações sobre as empresas listadas na BM&FBOVESPA. O segmento escolhido para a análise, foi do setor da educação brasileira, na qual foram estudadas as seis instituições de ensino listadas (ANIMA, BAHEMA, COGNA, CRUZEIRO DO SUL, SER EDUCACIONAL E YDUQS). O período analisado foi de acordo com a disponibilização das informações no banco de dados, do segundo semestre de 2007 até o primeiro semestre de 2021. Após a coleta, os dados foram submetidos à testes estatísticos, com a finalidade de testar as hipóteses levantadas no estudo.

A estatística descritiva por empresa do setor está descrita na Tabela 1, que traz as médias das variáveis de cada instituição. Por meio da tabela, é possível visualizar que a empresa ANIMA, a qual foi analisada no período de dezembro de 2012 até março de 2021, apresentou uma média de EVA negativa, ou seja, durante esse período a empresa obteve destruição de valor de R\$ - 54.298,84 o que acarretou um MVA (Margem de Valor Agregado) também negativo, no valor de R\$ - 704.361,81. É possível observar também que o valor de capital investido na ANIMA dentro do período analisado foi R\$ 1.362.487,55, sendo maior parte oriundo de capital próprio, no valor de R\$ 906.276,37 e R\$ 568.281,22 de capital de terceiros. Com relação ao NOPAT da ANIMA, dentro do período analisado, foi positivo, no valor de R\$ 49.169,56 e o custo médio de capital foi de 7,6%. Por fim, a empresa apresentou uma necessidade de capital de giro positiva, com valor em média de R\$ 134.693,42 e por sua vez, foi capaz de gerar capital de giro a mais do que a NCG, no valor de R\$ 395.191,13, gerando assim um saldo de tesouraria no valor de R\$ 260.497,71. Conforme a tabela 1 do modelo de Fleuriet a empresa encontra-se em situação financeira sólida, pois apresenta NCG, CGL e SDT positivos. A rentabilidade então foi positiva, apresentando um ROE de 13,8% e o tamanho da empresa é em média 14,33.

Conforme a Tabela 1, através da análise da empresa BAHEMA, que foi do período de março de 2017 até março de 2021, é possível verificar que houve também uma destruição de valor de R\$ - 25.236,79 e conseqüentemente um valor agregado negativo de R\$ -216.140,49. O capital investido na empresa nesse período, foi de R\$ 154.334,50, sendo R\$ 88.226,54 oriundo de capital próprio e R\$ 13.616,06 financiado por capital de terceiros, onde a maior parte foi de origem de capital próprio. Quanto ao NOPAT, no período estudado, foi negativo, apresentando um lucro real de R\$ - 7.210,59 e custo médio de capital foi de 11,9%. O NCG e

CGL da empresa foram negativos, nos valores de R\$ - 41.305,89 e R\$ - 13.919,23 respectivamente, e um saldo de tesouraria positivo de R\$ 27.386,67, o que mostra que o CGL da empresa não está conseguindo financiar a NCG, e precisam de novas fontes de recursos, o que enquadra a empresa numa situação de alto risco. Por sua vez, o ROE da empresa foi negativo, gerando um valor de - 8,1%. Por fim, o tamanho da empresa mostrou-se em média 12,07.

Tabela 1: Estatística descritiva por empresa do setor

	ANIMA	BAHEMA	COGNA	SER	YDUQS	CRUZEIRO DO SUL
	Média	Média	Média	Média	Média	Média
EVA	- 54.298,84	- 25.236,79	- 793.762,08	60.373,97	130.575,26	- 251.600,86
MVA	- 704.361,81	- 216.140,49	- 8.217.567,93	970.184,42	3.585.296,53	- 3.235.429,69
Capital Investido	1.362.487,55	154.334,50	12.627.994,66	1.441.560,52	2.746.247,12	3.018.261,09
NOPAT	49.169,56	- 7.210,59	415.594,32	150.038,38	246.480,69	- 17.322,07
Capital Próprio	906.276,37	88.226,54	9.284.323,20	1.094.626,22	2.232.915,31	654.072,46
Capital de Terceiro	568.281,22	13.616,06	2.515.596,35	309.256,54	966.652,35	1.327.655,55
Custo médio de Capital	0,076	0,119	0,095	0,062	0,038	0,078
NCG	134.693,42	- 41.305,89	668.726,45	90.287,14	508.068,92	- 155.852,14
CGL	395.191,13	- 13.919,23	1.336.190,89	463.585,58	936.649,16	- 273.128,94
SDT	260.497,71	27.386,67	667.464,44	373.298,44	428.580,24	- 117.276,79
ROE	0,138	- 0,081	0,043	0,179	0,101	- 0,033
Tamanho	14,33	12,07	15,83	14,44	14,93	15,13

Fonte: Elaborado pela autora (2021).

Ainda segundo a tabela 1, a empresa COGNA, a qual foi analisada do período de junho de 2007 até março de 2021, apresentou também um EVA e MVA negativos, mostrando que a empresa também destruiu valor no período e agregou um valor negativo à organização. O EVA apresentado no período foi de R\$ - 793.762,08 e o MVA de R\$ - 8.217.567,93. O capital investido na empresa foi de R\$ 12.627.994,66, onde R\$ 9.284.323,20 veio de capital próprio e R\$ 2.515.596,35 de capital de terceiros, vindo maior parte de capital próprio. A empresa possuiu um lucro real no período, apresentando o NOPAT no valor de R\$ 415.594,32. O custo médio de capital do período foi de 9,5% e apresentou uma NCG de R\$ 668.726,45. Por sua vez, apresentou um CGL também positivo e maior que a NCG, no valor de R\$ 1.336.190,89, resultando no saldo de tesouraria no valor de R\$ 667.464,44 que mostra que a empresa possui uma situação sólida, pois possuem recursos no curto prazo. O ROE da empresa foi em média 4,3% e o tamanho de 15,83.

Ainda conforme a Tabela 1, a empresa Ser Educacional, que foi estudada do período de dezembro de 2010 ao mês de março de 2021, diferente das demais analisadas até o momento, apresentou um EVA e MVA positivo. A empresa construiu valor no período analisado, e apresentou um EVA de R\$ 60.373,97 e consequentemente agregou valor a organização, mostrando um MVA de R\$ 970.184,42. O capital investido na empresa foi de R\$ 1.441.560,52, onde a maior parte foi oriunda de capital próprio, sendo no valor de R\$ 1.094.626,22 e financiado por capital de terceiros o valor de R\$ 309.256,54. A empresa apresentou um NOPAT positivo dentro do período, com valor em média de R\$ 150.038,38. O custo médio de capital da empresa foi de 6,2%. A NCG do período foi positiva, no valor de R\$ 90.287,14, mas por sua vez o CGL foi também positivo e ainda maior que a NCG, resultando no valor de R\$ 463.585,58, gerando um saldo de tesouraria de R\$ 373.298,44 e apresentando uma situação sólida na empresa, visto que há recursos no curto prazo. Por fim, o ROE apresentado foi o maior dentre as empresas analisadas e resultou em média 17,9% e um tamanho de aproximadamente 14,44.

Conforme a mesma Tabela 1, a empresa YDUQS, que foi analisada do mês de junho 2007 até o mês de março 2021, também apresentou um EVA e MVA positivos, de forma que o EVA do período foi de R\$ 130.575,26 e o MVA de R\$ 3.585.296,53, mostrando que a empresa gerou e agregou valor no período estudado. O capital investido na organização foi de R\$ 2.746.247,12, sendo a maior parte financiada por capital próprio, que resultou no valor de R\$ 2.232.915,31 e R\$ 966.652,35 oriundo de capital de terceiros. O NOPAT da organização por sua vez, foi positivo no valor, em média, de R\$ 246.480,69 e um custo média de capital em média de 3,8%. A empresa apresentou então, uma NCG positiva no valor de R\$ 508.068,92, porém o indicador CGL foi maior, gerando em média um valor de R\$ 936.649,16, o que gerou um saldo de tesouraria positivo de R\$ 428.580,24, o que indica uma situação sólida na empresa. Por fim, o ROE da empresa foi em média 10,1% e seu tamanho girou em torno de 14,93.

Por último, ainda segundo a mesma Tabela 1, a empresa Cruzeiro do Sul está apresentando uma situação ruim dentro do período analisado, que foi do mês de dezembro 2019 ao mês de março 2021. O EVA e MVA da organização apresentaram-se negativos, com valores em média de R\$ - 251.600,86 de EVA e R\$ - 3.235.429,69 de MVA, resultando em uma destruição de valor, no período estudado. O capital investido na empresa no período foi de aproximadamente R\$ 3.018.261,09, sendo a única, das organizações analisadas, a apresentar maior parte do financiamento por capital de terceiros, que representou cerca de R\$ 1.327.655,55 e R\$ 654.072,46 de capital próprio. De acordo com a tabela 1, a empresa

apresentou um lucro real negativo no período, no valor em média de R\$ - 17.322,07 e um custo médio de capital de 7,8%. A NCG da empresa no período foi negativa, no valor em média de R\$ -155.852,14 e um CGL também negativo, com valor aproximado de R\$ - 273.128,94, o que resultou em um saldo de tesouraria negativo de aproximadamente R\$ - 117.276,79, o que segundo a modelo de Fleuriet é uma situação ruim para a empresa, visto que está utilizando ajuda financeira do curto prazo, para financiar o ativo de longo prazo. Desse modo, a empresa no período não gerou um ROE positivo, resultando no valor em média de - 3,3% e o tamanho em média de 15,13.

A Tabela 2 evidencia a estatística descritiva do setor, onde é possível observar uma média dos indicadores do setor em geral. A média do setor foi R\$ - 189.023,37 e desvio padrão de R\$ 820.430,74 para o EVA e média de R\$ - 1.324.467,45 e desvio padrão de R\$ 9.076.935,68 para o MVA, o que leva à conclusão que as empresas SER EDUCACIONAL e YDUQS estão à frente das demais nesse ponto, visto que, são as únicas, dentre as empresas analisadas, que estão agregando valor em EVA e MVA, de forma que a YDUQS ganha ainda mais destaque, pois está muito bem posicionada frente às demais no quesito do indicador MVA. A média de capital investido no setor foi de R\$ 4.780.056,33 e desvio padrão aproximado de R\$ 7.723.434,47, o que mostra que o setor está investindo muito, porém rentabilizando pouco, com exceção das empresas SER EDUCACIONAL E YDUQS que estão investindo e conseguindo agregar valor. É possível observar também que o capital investido na COGNA de R\$ 12.627.994,66 foi o maior do setor e puxou bastante a média, porém mesmo assim, a empresa não agregou valor, mostrando que a empresa está com problema na geração de valor, pois está investindo muito e não está tendo o retorno equivalente. O NOPAT do setor foi em média de R\$ 214.257,73 e com desvio padrão aproximado de R\$ 520.107,28, onde os melhores resultados foram das empresas COGNA com média de R\$ 415.594,32 e YDUQS com média de R\$ 246.480,69.

Tabela 2: Estatística Descritiva do Setor

	N	Média	Desvio padrão
EVA	205	- 189.023,37	820.430,74
MVA	205	- 1.324.467,45	9.076.935,68
Capital Investido	205	4.780.056,33	7.723.434,47
NOPAT	205	214.257,73	520.107,28
Capital Próprio	205	3.515.168,70	5.377.392,37
Capital de Terceiro	205	1.139.795,76	2.478.189,30
Custo médio de Capital	205	0,0722	0,0260
NCG	205	351.673,86	456.698,32

CGL	205	758.679,13	998.950,74
SDT	205	407.005,27	773.370,98
ROE	205	0,086	0,150
Tamanho	205	14,76	1,33

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Ainda segundo a Tabela 2, o setor está utilizando mais capital próprio do que capital de terceiros, onde a média de capital próprio é de R\$ 3.515.168,70 e desvio padrão aproximado de R\$ 5.377.392,37 e R\$ 1.139.795,76 de capital de terceiros, com desvio padrão de R\$ 2.478.189,30 (aproximado), onde a única empresa que utilizou mais capital de terceiros foi a Cruzeiro do Sul, que utilizou R\$ 1.327.655,55 de capital de terceiros e só R\$ 654.072,46 de capital próprio. O custo médio de capital do setor foi de 7,22%, com desvio padrão de aproximadamente 2,60%, de forma que o maior do setor foi o da BAHEMA, que foi em média 11,9%. Quanto a NCG, a média do setor foi de R\$ 351.673,86, com desvio padrão de R\$ 456.698,32, e a empresa com maior NCG foi a COGNA, com valor de R\$ 668.726,45. A CGL do setor foi de R\$ 758.679,13, com desvio padrão de R\$ 998.950,74, maior que a necessidade de capital de giro, mostrando que as empresas de uma forma geral estavam conseguindo gerar capital de giro para cobrir a necessidade, e todas que tiveram NCG positiva no período, teve a CGL também positiva e maior.

As empresas BAHEMA e Cruzeiro do Sul, apresentaram NCG negativa, porém também apresentaram CGL negativo, de forma que não tiveram a necessidade de capital de giro, mas também não possuíram CGL para financiar, tendo que buscar novas fontes de recursos ou financiar o ativo de longo prazo com ajuda financeira do curto prazo, o que é ruim para a situação da empresa. O saldo de tesouraria em média foi positivo, no valor de R\$ 407.005,27 e com desvio padrão aproximado de R\$ 773.370,98, onde somente a Cruzeiro do Sul apresentou um SDT negativo, no valor de R\$ -117.276,79. O ROE do setor em média foi de 8,6%, com desvio padrão de 15% (aproximado) e a empresa Ser Educacional obteve o melhor retorno, no valor em média de 17,9%, e as empresas BAHEMA E Cruzeiro do Sul foram as únicas que apresentaram um ROE negativo. Por fim, o tamanho das empresas girou em média de 14,76, com desvio padrão de 1,33, sendo a empresa com maior tamanho a COGNA, com 15,83. É possível observar que a maioria das variáveis tiveram um desvio padrão acima da média, ou seja, os dados estão dispersos e de difícil previsão, pois em grande parte dos resultados, os valores estão concentrados em poucas empresas do setor, como já analisado. Os casos em que o desvio padrão foi inferior à média, tornando os resultados mais previsíveis foram nas variáveis de tamanho da empresa e no custo médio de capital.

A Tabela 3 vai mostrar a correlação encontrada entre as variáveis. A correlação entre as variáveis EVA e MVA foi a mais forte das analisadas, gerando uma correlação muito forte de 0,981 com um nível de significância de 0,01. A correlação entre o NCG e o EVA foi moderada negativa de -0,642 com significância de 0,01 e do NCG com o MVA foi também uma correlação moderada negativa de -0,559 com significância de 0,01. Quando analisado o CGL com o EVA e MVA gerou também duas correlações moderadas negativas, nos valores de, respectivamente -0,491 e -0,442, ambas com nível de significância 0,01. Já quando analisado o CGL com a NCG foi observado uma correlação moderada positiva de 0,667 e com um nível de significância também de 0,01.

Tabela 3: Correlação das variáveis

		EVA	MVA	NCG	CGL	SDT	ROE	TAM
EVA	Correlação de Pearson	1						
	Sig. (2 extremidades)							
MVA	Correlação de Pearson	,981**	1					
	Sig. (2 extremidades)	,000						
NCG	Correlação de Pearson	-,642**	-,559**	1				
	Sig. (2 extremidades)	,000	,000					
CGL	Correlação de Pearson	-,491**	-,442**	,667**	1			
	Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,000				
SDT	Correlação de Pearson	-,255**	-,240**	,271**	,898**	1		
	Sig. (2 extremidades)	,000	,001	,000	,000			
ROE	Correlação de Pearson	,320**	,344**	-,146*	-,119	-,067	1	
	Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,037	,090	,339		
TAM	Correlação de Pearson	-,474**	-,430**	,629**	,634**	,447**	-,076	1
	Sig. (2 extremidades)	,000	,000	,000	,000	,000	,281	

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Ainda conforme a Tabela 3, a correlação do SDT, observou os seguintes resultados: com o EVA foi uma correlação fraca negativa de -0,255, com o MVA foi uma correlação fraca negativa de -0,240, com o NCG foi fraca positiva de 0,271 e com o CGL foi forte positiva de 0,898, todas com nível de significância de 0,01. Por sua vez, a correlação do ROE com o EVA foi uma correlação fraca positiva de 0,320 com nível de significância de 0,01, já com o MVA foi uma correlação fraca positiva de 0,344 com nível de significância também de 0,01. Em contrapartida, a correlação entre o ROE e NCG foi bem fraca negativa de -0,146 com nível de significância de 0,05. Não houve significância entre o ROE com CGL e SDT.

Por fim, a variável TAM apresentou uma correlação moderada negativa com o EVA e MVA, nos valores de -0,474 e -0,430, respectivamente, ambas com nível de significância de 0,01. Com as variáveis NCG, CGL e SDT apresentou uma correlação moderada positiva de 0,629, 0,634 e 0,447, respectivamente, todas também com nível de significância de 0,01. Não houve significância do TAM com ROE.

4.1 Modelo Econométrico

Após os testes de correlação, foi realizada a regressão linear múltipla. Para a regressão foi utilizado a técnica de *Backward*, sendo assim a regressão foi ajustada no modelo 2, conforme a Tabela 4. Dessa forma, o modelo 2 obteve o resultado analisado, mostrando os modelos de regressão obtidos para cada variável independente em relação ao EVA.

Tabela 4: Regressão das Variáveis

					Estatísticas de mudança					
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F	Durbin-Watson
1	,690 ^a	,476	,465	599912,90248	,476	45,384	4	200	,000	
2	,688 ^b	,474	,466	599645,95349	-,002	,821	1	200	,366	,429

a. Preditores: (Constante), Tamanho, ROE, SDT, NCG

b. Preditores: (Constante), Tamanho, ROE, NCG

c. Variável dependente: EVA

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Ainda segundo a Tabela 4, o coeficiente de correlação (R) entre as variáveis explicativas e o EVA foi de 68,8%. A Tabela 4, mostra também, através do coeficiente de determinação (R quadrado ajustado), que as variáveis independentes explicam o EVA em 46,6%. A estatística Durbin-Watson foi de aproximadamente 42,9%, mostrando que não há uma alta correlação entre as variáveis.

Pela tabela da ANOVA (tabela 5), é possível ver que o modelo 2 foi significativo (,000), ou seja, menor que 5%.

Tabela 5: ANOVA

Modelo	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
1 Regressão	65.334.649.500.789,20	4	16.333.662.375.197,30	45,384	,000 ^b
Resíduos	71.979.098.111.600,20	200	359.895.490.558,00		

Total	137.313.747.612.389,00	204			
2 Regressão	65.039.118.435.218,00	3	21.679.706.145.072,70	60,293	,000°
Resíduos	72.274.629.177.171,40	201	359.575.269.538,17		
Total	137.313.747.612.389,00	204			

a. Variável dependente: EVA

b. Preditores: (Constante), Tamanho, ROE, SDT, NCG

c. Preditores: (Constante), Tamanho, ROE, NCG

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

A Tabela 6 vem mostrar os modelos que foram significantes na regressão. No modelo 1 o SDT e o Tamanho não tiveram significância, pois ficaram com valor acima de 5%, dessa forma, o SDT saiu da análise para o modelo 2, e com a saída do SDT o valor do tamanho melhorou. No modelo 2, de uma forma geral os indicadores significantes foram NCG, ROE e Tamanho. De forma individual o Tamanho não foi significativo, pois foi no valor de 6,7%, ou seja, foi maior que 5%, já o NCG e ROE foram significantes até mesmo de forma individual, com valor de 0,000.

Tabela 6: Coeficientes da Regressão

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Modelo padrão	Beta				Tolerância	VIF
1 (Constante)	948277,811	613095,331			1,547	,124		
NCG	-,958	,119	-,533		-8,028	,000	,594	1,682
SDT	-,055	,061	-,052		-,906	,366	,798	1,252
ROE	1265598,068	283719,844	,231		4,461	,000	,977	1,024
Tamanho	-60091,425	43680,247	-,098		-1,376	,170	,521	1,920
2 (Constante)	1140969,062	574782,686			1,985	,048		
NCG	-,956	,119	-,532		-8,015	,000	,595	1,682
ROE	1275785,863	283370,858	,233		4,502	,000	,978	1,022
Tamanho	-74777,891	40544,193	-,121		-1,844	,067	,604	1,655

a. Variável dependente: EVA

Fonte: Elaborado pela autora (2021)

Sendo assim, através da análise da Tabela 6, é possível observar que a equação final ficou:

$$\text{EVA} = 1140969,062 - 0,956\text{NCG} + 1275785,863\text{ROE} - 74777,891\text{TAM}$$

Mostrando que o valor do alfa é 1140969,062, o valor da necessidade de capital de giro se apresentou com sinal negativo no valor de - 0,956, o ROE foi 1275785,863 e o tamanho foi - 74777,891.

Ainda através da Tabela 6, por meio do Beta, é possível observar que o indicador com maior peso nesse caso, foi a NCG, pois, resultou no maior valor (-0,532), logo em seguida vem o ROE com valor de 0,233 e então, o tamanho, com menor peso de -0,121. Por fim, a Tabela 6 também mostra o VIF, que é o valor da correlação entre as variáveis, mostrando o que já havia sido observado mais acima, que as correlações entre as variáveis são baixas.

Sobre as hipóteses estudadas, descritas no quadro 1, é possível observar que as hipóteses aceitas no estudo foram H1 e H3, já as hipóteses H2, H4 e H5 foram rejeitadas.

Quadro 3: Hipóteses do modelo

Hipóteses	Descrição
H ₁	Existe uma relação positiva entre a rentabilidade e o EVA
H ₂	Existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o EVA
H ₃	Existe uma relação negativa entre a Necessidade de capital de giro e o EVA
H ₄	Existe uma relação positiva entre a geração de capital de giro e o EVA
H ₅	Existe uma relação positiva entre o saldo de tesouraria e o EVA

Fonte: Própria pesquisa (2021).

Observa-se que há uma relação positiva entre o ROE e o EVA, ou seja, o aumento na rentabilidade, gera um consequente crescimento no valor agregado a empresa. Em contrapartida, o tamanho da empresa estava gerando uma relação negativa com o EVA, da mesma forma que o CGL e SDT, que tiveram correlação negativa com o EVA, rejeitando assim as demais hipóteses.

5. DISCUSSÕES DOS RESULTADOS

O presente estudo teve como objetivo analisar a criação do EVA e quais os fatores influenciam essa criação de valor, estudando as empresas do setor de educação brasileira listada na BM&F BOVESPA. Os dados apresentados foram colhidos do site *Economatic*, organizado em planilhas do Excel e realizados testes estatísticos e econométricos, através do software SPSS.

O trabalho contribui para o setor administrativo pois indica fatores que influenciam na geração de valor de uma organização, analisando a influência do efeito do modelo dinâmico, rentabilidade e tamanho, no EVA. Contudo, como se pode observar na regressão essas as variáveis significativas, visto que, a NCG foi significativa, representando o modelo dinâmico, o ROE, representando a rentabilidade e o tamanho. Porém, é possível analisar também que a maioria das empresas estão investindo recursos em suas atividades, e mesmo assim, não agrega valor e nem rentabiliza, de forma que mostra que só aumenta o tamanho da empresa, sem que esta gere realmente valor, pois boa parte está vindo de capital de terceiros e as empresas estão apresentando alto índice de NCG, o que serve de alerta para os gestores, que além do tamanho da organização, é preciso analisar a saúde financeira da empresa.

A regressão apresentada evidencia que a geração de valor (EVA) do setor é sensível, negativamente, a Necessidade de Capital de Giro, isto significa que a atividade operacional das empresas influencia a geração de valor de forma negativa, sendo assim um aumento da atividade operacional das empresas do setor repercute em uma diminuição do EVA e vice-versa. O tamanho da empresa, também, se apresentou com sinal negativo. Isto evidencia que um aumento do tamanho impacta negativamente na EVA, ou seja, diminui o mesmo. Isto pode ser devido ao aumento da atividade operacional sem o devido acréscimo na geração de valor.

Os resultados sugerem que as empresas do setor ao aumentarem a atividade operacional e conseqüentemente, um aumento da Necessidade de Capital de Giro, o façam sem adequar a estrutura de custos e despesas das mesmas, desta forma a variação dos custos e despesas se apresentam maior que a variação das receitas e a variação do EVA.

O ROE apresentou sinal positivo em relação ao EVA, isto significa que um aumento do ROE repercute em um aumento do EVA, sendo assim, os resultados sugerem que a rentabilidade possui um efeito positivo no EVA e que deve ser um indicador de gerenciamento direto na geração de valor.

Dentre as variáveis analisadas, as significantes para o estudo, através do modelo 2 da regressão, foram a NCG, ROE e Tamanho, onde o NCG foi a com maior significância. O MVA foi retirado da análise, pois ele possui alta significância com o EVA, visto que, o MVA entra no cálculo do EVA. As demais variáveis foram excluídas na regressão na hora de rodar os dados.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo analisar se existe influência do tamanho da organização, a rentabilidade e o modelo dinâmico sobre a gestão baseada em valor, nas instituições de ensino listadas na BM&FBOVESPA. Os dados das empresas estudadas foram coletados no software ECONOMATICA e organizados por meio do software Excel, para que assim fossem realizados os testes estatísticos e econométricos, que foram analisados através do software SPSS 21.

O trabalho então mostrou a relação entre as variáveis estudadas, de forma que se observou que o EVA é sensível negativamente a necessidade de capital de giro e tamanho da empresa, o que mostra que a atividade operacional das empresas e um aumento no tamanho da organização influenciam a geração de valor de forma negativa. Já o ROE foi sensível positivamente, de forma que a rentabilidade apresenta um efeito positivo no EVA e que deve ser um indicador de gerenciamento direto na geração de valor. A contribuição desta pesquisa para a academia, por sua vez, refere-se à possibilidade de melhor entendimento sobre ações que agregam ou diminuem valor da organização, para que as empresas atribuam uma governança corporativa melhor. Segundo essa pesquisa, é viável que sejam realizados estudos que busquem explicar ainda mais o porquê da relação entre as variáveis estudadas com o EVA.

REFERENCIAS

ALVES, Jéssica; CHAVES, Marcelo Pinto. **Análise econômico-financeira da Petrobrás: estudo com enfoque na gestão baseada em valor ao acionista**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2013.

AMBROZINI, Marcelo Augusto; MATIAS, Alberto Borges; JUNIOR, Tabajara Pimenta. *Análise dinâmica de capital de giro segundo o modelo Fleuriet: uma classificação das*

empresas brasileiras de capital aberto no período de 1996 a 2013. Belo Horizonte:

Contabilidade Vista & Revista, v. 25, n. 2, p. 15-37, 2014.

ANTHONY, Robert N.; GOVINDARAJAN, Vijay. Sistemas de controle gerencial. **AMGH Editora**, 2008.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 4, n. 1, p. 5-21, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de; FREGONESI, Mariana Simões Ferraz do Amaral. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. São Paulo: **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, 2006.

BEDICKS, Heloisa. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. 1.ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

BEUREN, Ilse Maria; DA SILVA, Marcia Zanievicz; MAZZIONI, Sady. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. Belo Horizonte: **Revista de Administração FACES Journal**, 2014.

BORTOLUZZI, Sandro César; ENSSLIN, Sandra Rolim; LYRIO, Maurício Vasconcellos Leão e ENSSLIN, Leonardo. Avaliação de desempenho econômico-financeiro: uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio à decisão construtivista (MCDA-C). **Revista Alcance**, v. 18, n. 2, p. 200-218, 2011.

CALDEIRA, M. A Integração dos Sistemas de Informação Organizacionais: Conceitos, Soluções, Riscos e Benefícios. **Silabo**, 2005.

CAMARGO, LUMILA SOUZA GIRIOLI; Análise da influência dos employee stock options plans (esop) no desempenho das organizações brasileiras; **Tese de doutorado pela Universidade Metodista de Piracicaba**, Piracicaba, 2018.

CAVALCANTE, Fernando e ZEPPELINI, Paulo Dragaud. O que é CFROI – CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT; - [Internet] disponível em < <https://silo.tips/download/o-que-e-cfroi-cash-flow-return-on> > [Consult. 08 de fevereiro de 2021].

CHARI, Latha. Measuring value enhancement through economic value added: Evidence from literature. **IUP Journal of Applied Finance**, v. 15, n. 9, p. 46, 2009.

CHIACHIO, Viviane Ferreira de Oliveira; MARTINEZ, Antonio Lopo. Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, p. 160-181, 2019.

MACEDO, Luciana Alencar Firmo; DE SENA COSTA, Ingrid Laís. Análise comparativa entre modelos de criação de valor: EVA x CFROI. In: **Anais do Congresso UFPE de Ciências Contábeis**.

CUNHA, Darliane Ribeiro; FREZATTI, Fábio. Gestão baseada em valor: uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 10, n. 4, 2004.

DA SILVA, Fabiana Lopes; DA COSTA, Maria Raquel Siqueira Marques; LOUREIRO, Sabrina; SAVOIA, José Roberto Ferreira e BERGMANN, Daniel Reed. Determinantes da Remuneração em Stock Options pelas Companhias Brasileiras Listadas no IBOVESPA. Espírito Santo, In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2018.

SILVA, Gilson Rodrigues da et al. Um Estudo Sobre O Modelo Fleuriet Aplicado Na Gestão Financeira Em Empresas Do Setor Elétrico Listadas Na Bmfbovespa. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036**, v. 8, n. 2, p. 92-109, 2016.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; NOSSA, Valcerino. A teoria de agência aplicada aos fundos de investimento. **Brazilian Business Review**, v. 1, n. 1, p. 31-44, 2004.

DE ALMEIDA, Leonardo Soares Francisco; NETO, Julio Vieira; SALLES, Mara Telles; SOARES, Carlos Alberto Pereira e ESTEVES, Yohans de Oliveira. Análise comparativa

entre o EVA® e os indicadores financeiros (contábeis) tradicionais de empresas da construção civil brasileira: um estudo documental. São Carlos: **Gestão & Produção**, v. 23, p. 733-756, 2016.

DE ARRUDA, Giovana Silva; MADRUGA, Sergio Rossi; DE FREITAS JUNIOR, Ney Izaguirry. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, 2008.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

DE CARVALHO, Cristina Helena Almeida. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. Brasília: **Revista Brasileira de educação**, v. 18, p. 761-776, 2013.

DE MEDEIROS, Vanessa Câmara; AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva; GOMES, Anailson Marcio e NETO, Raimundo Marciano Freitas. Stock Options e a Criação de Valor para as Companhias Listadas na BM&FBovespa. **Anais.. XVII USP Improving the usefulness of accounting research**. São Paulo, 2017.

DE OLIVEIRA, Luís Martins; JUNIOR, Jose Hernandez Perez; DOS SANTOS SILVA, Carlos Alberto. **Controladoria estratégica**. Atlas: São Paulo, 2002.

DILÁSCIO, Ronaldo Eduardo; DE SOUZA, José Antônio; DE OLIVEIRA, Virgínia Izabel. EVA e o modelo Fleuriet: o uso de instrumentos de otimização em árvores de criação de valor. Fortaleza: **Revista Ciências Administrativas**, v. 13, n. 1, p. 122-146, 2007.

DOS SANTOS, José Odílio; WATANABE, Roberto. Uma análise da correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. São Paulo: **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 1, p. 19-32, 2005.

FERREIRA, Domingos. Fusões, aquisições e reestruturações de empresas, Lisboa, **Edições**

Sílabo, 2002.

FILHO, Men de Sá Moreira de Souza; FILHO, Egas Murilo de Sousa Lemos; BATALHA, Mario Otavio e RACHID, Alessandra. O indicador EVA (valor econômico agregado) e a gestão baseada no valor: uma conexão com um possível modelo para adição de valor a clientes, empregados e acionistas. **Anais... III CNEG**, Niterói - RJ; 2006.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

GRABIN, Raquel et al. Avaliação dos resultados dos modelos fleuriet e EVA® em cooperativas agropecuárias do Estado do Rio Grande do Sul. 2005.

GITMAN, Lawrence J.; Princípios da Administração Financeira; 12ª Ed.-São Paulo; Pearson Prentice Hall, 2010.

JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Harvard University Press, 2003.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C.; MURPHY, Kevin J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JUNIOR, Thomaz Wood. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. Atlas: São Paulo, 2004.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **A estratégia em ação: balanced scorecard**. Gulf Professional Publishing, Rio de Janeiro, 1997.

KIM, E. Han; OUIMET, Paige. **Broad-based employee stock ownership: Motives and**

outcomes. *The Journal of Finance*, v. 69, n. 3, p. 1273-1319, 2014.

KRUGER, Silvana Damutt; PETRI, Sérgio Murilo. Análise Comparativa Da Causalidade De Medidas De Desempenho Das Empresas Da Bm&F Bovespa No Período De 2000 A 2010. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 18, n. 1, p. 81-103, 2013.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; SILVA, Fabrícia de Farias da; SANTOS, Rodrigo Melo. Análise do mercado de seguros no Brasil: uma visão do desempenho organizacional das seguradoras no ano de 2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, p. 88-100, 2006.

MADDEN, B. J. **CFROI valuation, efficient markets, and behavioral finance forthcoming valuation issues.** Learning What Works, 2004.

MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira; DIEHL, Carlos Alberto. Indicadores Não Financeiros de Avaliação de Desempenho: Análise de Conteúdo em Relatórios de Administração. **In: Congresso ANPCONT**, 5., Vitória, 2011.

MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira; DIEHL, Carlos Alberto; ALBERTON, João Rafael. Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios anuais digitais. Brasília: **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, 2013.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson; SILVA, César Augusto Tibúrcio. O uso do modelo CFROI na avaliação das empresas do setor siderúrgico nacional. **RIC-Revista de Informação Contábil**, Recife, v. 6, n. 2, 2011.

MORESCO, Izabel Peres. **Análise da relação da teoria contratual, a produção acadêmica e a percepção do mercado no contexto brasileiro.** Monografia apresentada a Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás GOIÂNIA, 2017.

MOTA, Haroldo Moura Vale; DE OLIVEIRA, Virginia Izabel. Economic value added (EVA) e cash value added (CVA): uma análise comparativa. **Encontro Nacional Da**

Associação Dos Programas De Pós-Graduação Em Administração (Enanpad), v. 28, 2004.

MOURA, Raynara Maria da Silva. Indicadores de desempenho como ferramenta de apoio à gestão: uma análise das empresas listadas na BM&FBovespa. **Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo Fortaleza, FEAAC/UFC**, 2014.

NASSIFF, Elaina; DE SOUZA, Crisomar Lobo. Conflitos de agência e governança corporativa. Caderno de Administração. São Paulo: **Revista da Faculdade de Administração da FEA**, v. 7, n. 1, 2013.

NETO, Alexandre Assaf. A contabilidade e a gestão baseada no valor. **In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 1999.

PEREIRA, Isaurinda Manuela Ribeiro Alves; DA SILVA RODRIGUES, Fernando Jorge Dias. A IMPORTÂNCIA DA GESTÃO BASEADA NA CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA (VALUE-BASED MANAGEMENT)-.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo-RAD**, v. 6, n. 1, 2004.

PICARELLI, Vicente Filho; WOOD, Thomas Junior. **Remuneração Estratégica – A nova Vantagem Competitiva**. Atlas: São Paulo, 1996.

PIRES, Eder Alexandre; PANHOCA, Luiz; DA ROCHA BANDEIRA, Goubert Laertes. Análise da influência do modelo dinâmico na geração de valor econômico agregado nas empresas calçadistas listadas na Bovespa nos anos de 2005, 2006 e 2007. **Revista Gestão Organizacional**, v. 3, n. 2, p. 225-237, 2010.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. Atlas: São Paulo, 2001.

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, p. 76-97, 2006.

SERAFIM, Milena Pavan. O processo de mercantilização das instituições de educação superior: um panorama do debate nos EUA, na Europa e na América Latina. Sorocaba – SP: Avaliação: **Revista Da Avaliação Da Educação Superior (Campinas)**, v. 16, p. 241-265, 2011.

SERAPICOS, Armando Jorge Cabeça. A Relação entre o Desempenho, Remuneração do CEO e a Criação de Valor para o Acionista nas Empresas Cotadas na Euronext Lisbon: Abordagem com base na Teoria da Agência. Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança, 2016.

SILVA, Felipe Do Nascimento; AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva; NETO, Raimundo Marciano De Freitas. Remuneração de Executivos, Desempenho e Criação de Valor no Mercado Acionário Brasileiro. **Anais..XVI Congresso Usp de Iniciação Científica em Contabilidade**. São Paulo, 2019.

SOARES, João Paulo Reis Faleiros. **A influência da orientação à geração de valor ao acionista nas práticas de gestão de pessoas**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

STEWART III, G. Bennett. **Em busca do valor: o guia de Eva para estrategistas**. Tradução Otávio R. de Medeiros et al. Porto Alegre: Bookman, 2005. 655 p.

Stewart, G. Bennett. The Quest for Value - **The EVATM Management Guide**, Nova Iorque, HarperCollins Publishers, 1991.

VIEIRA, Valter Afonso. As tipologias, variações e características da pesquisa de marketing. **Revista da FAE**, v. 5, n. 1, 2002.

WERNKE, Rodney; LEMBECK, Marluce. Análise de rentabilidade dos segmentos de mercado de empresa distribuidora de mercadorias. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.

15, p. 68-83, 2004.