

## FINANÇAS

### **Análise Financeira De Três Grandes Bancos Brasileiros: Conclusões A Partir Dos Métodos EVA E MVA**

#### **AUTORES**

**JAIR DE OLIVEIRA**

CEFET-PR

jair@cp.cefetpr.br

**FERNANDO RAFAEL CUNHA**

Fundação Universidade Federal do Rio Grande

fernandocunha@vetorial.net

#### **Resumo**

O presente trabalho assenta-se sobre uma avaliação horizontal dos anos de 2001, 2000 e 1999 dos principais indicadores financeiros dos três bancos brasileiros que obtiveram os maiores lucros líquidos tomando como base os resultados do ano de 2001. Foram empregados além dos tradicionais indicadores financeiros (ROE, ROI, lucro por ação, preço por lucro e valor de mercado por patrimônio líquido), o EVA e o MVA. O EVA (*Economic Value Added*) e o MVA (*Market Value Added*) são métodos de análise financeira criados por Joel Stern e Bernnett G. Stern na década da 1980, e são marcas registradas da consultoria Stern & Stewart Co. Os critérios principais utilizados nas análises dos bancos foram o EVA e o MVA, calculados a partir dos dados das demonstrações financeiras publicadas pelos bancos e dados da BOVESPA. Conforme os resultados obtidos o banco Itaú foi entre os analisados o que produziu maior riqueza para os acionistas levando-se em consideração tanto o EVA quanto o MVA. Na direção oposta, o mercado vem demonstrando receio quanto à possibilidade do Banco do Brasil criar riquezas no futuro para seus acionistas.

#### **Abstract**

The present work is based on a horizontal evaluation of the years of 2001, 2000 and 1999 of the main financial pointers of the three Brazilian banks that had gotten the biggest net profits taking as base the results of the year of 2001. They had been used beyond the traditional financial pointers (ROE, ROI, profit for action, price for profit and value of market for equity), the EVA and the MVA. EVA (*Economic Value Added*) and MVA (*Market Value Added*) are methods of financial analysis created by Joel Stern and Bernnett G. Stern in the decade of the 1980, and are registered marks of the consultoria Stern & Stewart Co. The used main criterion in the analysis of the banks had been EVA and MVA, calculated from the data of the financial demonstrations published by the banks and data of the SÃO PAULO STOCK EXCHANGE. As the gotten results the Itaú bank was between the analyzed ones what the EVA produced greater in such a way wealth for the shareholders taking itself in consideration how much the MVA. In the opposing direction, the market comes demonstrating distrust how much to the possibility of the Bank of Brazil to create wealth in the future for its shareholders. Palavras Chaves: EVE, MVA e avaliação.

## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o setor bancário brasileiro vem apresentado um forte processo de concentração, onde os grandes bancos privados promovem aquisições de outras instituições de menor porte, com o objetivo principal de fincar posição no país ou consolidar uma posição já conquistada. Situação esta que vem ocorrendo desde a implantação do Plano Real; a queda da inflação obrigou o setor a passar por uma verdadeira seleção de instituições e expôs a vulnerabilidade de algumas empresas frente à nova realidade do mercado.

Desde 1995, 25 das 30 maiores instituições financeiras nacionais fecharam, fundiram-se ou trocaram de donos, vergadas pela própria ineficiência após o fim da inflação (GRADILONE, 2002).

Em um breve delineamento do processo, GRADILONE (2002) relata que em recentes operações o Bradesco adquiriu 82% das ações do Mercantil de São Paulo por 1,3 bilhões de reais e adquiriu por 182,9 milhões de reais o pequeno Banco do Estado do Amazonas (BEA). O Itaú pagou pelo Sudameris 1,6 bilhões de dólares e 665 milhões de reais pelo Banco do Estado de Goiás (BEG). O Santander comprou por 4,5 bilhões de dólares o controle acionário do Banespa, uma das maiores transações já realizadas no país. Para 2002 está prevista a venda do controle acionário da Nossa Caixa, 51% das ações de sete subsidiárias do banco estatal passarão para a iniciativa privada (GRADILONE, 2001).

De acordo com ZAPAROLLI (2000) a concentração dos negócios financeiros na América Latina começou a ocorrer de forma mais intensa a partir do ano de 1994. Neste mesmo ano, os dez maiores bancos brasileiros acumulavam 62,2% dos ativos do sistema financeiro do país, em 2000 esse número saltou para 72,8%. Dados da FEBRABAN (2002) revelam que em junho de 2001 a soma dos ativos do Banco do Brasil, Bradesco e o Itaú correspondiam a 31,37% do total do setor bancário nacional.

A discussão sobre a relevância das medidas de avaliação de desempenho de empresas continua despertando o interesse de grande parte dos investidores e acadêmicos; medidas estas muitas vezes elaboradas sob a forma de “receituário pré-estabelecido” (BRAGA e MARQUES, 2000, p. 25).

A escolha do setor bancário como fonte da pesquisa foi motivada pela ótima performance atingida pelo mesmo durante o ano de 2001, resultado dos lucros auferidos que provocaram debates nos meios econômicos, financeiros e nas mídias nacionais. Não obstante a discussão sobre as conseqüências e as causas dos lucros, utiliza-se este cenário como pano de fundo para discutir os principais métodos de avaliação de desempenho financeiro. Propõem-se a utilização dos indicadores EVA e MVA aplicados aos três bancos brasileiros que obtiveram os maiores lucros líquidos no período de 2001, além disso a análise é estendida aos anos de 2000 e 1999 de forma a avaliar o comportamento destes indicadores.

Os métodos EVA e MVA mostram-se como ferramentas consistentes e são no momento um dos temas mais discutidos dentro do escopo de análise de desempenho financeiro (HATFIELD, 2002; WERNKE, LEMBECK e BORNIA, 2000; BRABAZON e SWEENEY, 1998). BRABAZON e SWEENEY (1998) afirmam que o EVA está também, tornando-se amplamente utilizado como ferramenta de avaliação organizacional e de desempenho gerencial.

## 2. INDICADORES TRADICIONAIS DE DESEMPENHO FINANCEIRO

Dentre os indicadores de desempenho financeiro comumente usados destacam-se o lucro por ação, retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre ativos (ROI), valor de mercado por valor patrimonial e o índice preço lucro. A seguir serão apresentados de forma sucinta cada uns destes indicadores.

O lucro por ação (*earnings per share*), segundo BRAGA e MARQUES (2000, p.14) é a mais popular das medidas de avaliação devido principalmente a sua simplicidade de cálculo.

O lucro por ação representa a porção de lucros ou prejuízos vinculados a cada ação. O número de ações da fórmula representa o total de ações em circulação da empresa (excluem-se aquelas que se encontram em tesouraria).

Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – *return on equity*) é uma das principais medidas de rentabilidade das empresas e está diretamente relacionado com os interesses dos investidores (KASSAI et al, 2000).

O ROE mede diretamente o retorno sobre o investimento dos acionistas. Assim, este indicador serve como comparação com outras empresas do mesmo setor ou de outros setores.

O retorno sobre o investimento (ROI - *return on investment capital*) representa de acordo com KASSAI, KASSAI e ASSAF NETO (2001) "... a taxa de retorno genuína da empresa, atribuída à sua capacidade geradora de resultados, independentemente de sua estrutura de financiamento."

Valor de mercado por valor patrimonial reflete a relação entre o valor de mercado das ações e o patrimônio líquido.

BRAGA e MARQUES (2000) afirmam que o valor de mercado pode ser superior ao valor patrimonial por diversos motivos, entre eles destacam-se: expectativas de bom desempenho futuro da empresa ou e/ou setor, ativos subavaliados ou passivos superavaliados. Quanto maior for o valor da relação, melhores são as expectativas do mercado em relação à empresa.

O índice preço lucro (*price-earnings ratio*) é um indicador financeiro que leva em conta o risco envolvido no negócio. Teoricamente, quanto maior o risco envolvido no negócio menor a relação preço lucro, por outro lado, quanto maior a taxa de crescimento da empresa maior o índice preço lucro (WESTON e COPELAND, 1992).

$$\boxed{P/L = \frac{P}{LPA} \text{ ou } P/L = \frac{\text{Valor de mercado}}{LL}}$$

Qualquer uma das formulas pode ser utilizada já que, resultam em um mesmo valor. O índice varia em função do momento econômico pelo qual a empresa passa (BRAGA e MARQUES, 2000).

### 3. EVA (*Economic Value Added*)

Embora o termo EVA tenha aparecido na literatura em 1989, de acordo com FINEGAN (apud CHEN e DODD, 1997) o mesmo começou a ter repercussão no meio empresarial através de um artigo que elogiava o método, publicado pela Revista Fortune em 20 de setembro de 1993. A partir de então, o método se popularizou tendo como uma das razões impulsionadores o impressionante número de empresas a utilizá-lo, incluindo gigantes como AT&T e Coca-Cola. Executivos destas companhias declararam o quanto estavam satisfeitos com o EVA como uma nova ferramenta de avaliação (CHEN e DODD, 1997).

O EVA tem conquistado seguidores no Brasil, como as subsidiárias das empresas multinacionais que já utilizam o método em outros países e empresas brasileiras como Brahma e Antártica (hoje AMBEV), Aços Villares, Globopar, Andrade Gutierrez, Alcan, Spal, Bozano Simonsen e a Embratel entre outras, que têm procurado introduzir o conceito em seus procedimentos de controle de políticas de remuneração (KIMURA et al., 1999; TAKAKI, KIDUDOME e SUMAN, 1999).

Uma das primeiras empresas a utilizar o método foi a Coca-cola. A adoção do EVA indicou que, para a empresa, a melhor decisão era concentrar seu capital no altamente rentável negócio de bebidas não alcoólicas e além disso, o EVA mostrou ser preferível a utilização de uma maior alavancagem para aumentar o retorno sobre o capital. Como resultado destas práticas, o EVA da empresa aumentou em média 27% anualmente e suas ações valorizaram-

se mais de 200% desde a implantação do EVA em 1987 até 1993 (CHEN e DODD, 1997). Jack Stakl, principal executivo financeiro da Coca-cola fez o seguinte comentário: “EVA força você a encontrar maneiras engenhosas de fazer mais com menos capital.” (TULLY apud CHEN e DODD, 1997).

Para EHRBAR (1998), o EVA distingui-se dos demais métodos de medida de desempenho empresarial por incluir uma cobrança sobre o lucro pelo curso de todo o capital que uma empresa utiliza. Considera o EVA uma estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada pela empresa. A pretensão do método é que os gerentes se sintam como acionistas das empresas e que contribua para produzir maior riqueza para os acionistas, clientes e para eles próprios.

O conceito ou método EVA não é novo; segundo KASSAI et al. (2000) apesar do EVA ter se popularizado no final do século passado já em 1823 David Ricardo tratava da riqueza da empresa desta forma, considerando o valor econômico agregado. Para SAURIN, MUSSI e CORDIOLI (2000, p.18) o EVA deriva do conceito de lucro econômico de Alfred Marshall, que definiu lucro econômico como o total bruto dos ganhos menos o capital investido atualizado a taxas correntes.

Para TAKAKI, KIDUDOME e SUMAN (1999) o EVA passa de conceito, denominado núcleo para um produto expandido que abrange métodos de apuração e sua implantação, por isso, outras consultorias constituíram seus métodos utilizando a mesma essência mas com denominações diferentes. O conceito do EVA pode ser encontrado por diferentes nomenclaturas; segundo LIEBER (1998) os resultados obtidos pela consultoria Stern & Stewart tem despertado o interesse de outras grandes empresas de consultoria, as quais resolveram desenvolver métodos próprios, como o "*Economic Value Management*" (EVM) criado pela KPMG. Este novo modelo levou as duas empresa, a KPMG e Stern & Stewart, a protagonizarem um litígio que chegou até aos tribunais americanos.

Segundo SAURIN, MUSSI e CORDIOLI (2000) e BRABAZON e SWEENEY (1998) o EVA é utilizado para calcular a riqueza criada num determinado espaço de tempo (anual, semestral ou até mensal, por exemplo). No caso anual, o EVA é a diferença entre lucro do período e o custo dos capitais empregados para atingir este lucro durante o ano. As empresas em geral são avaliadas pelas mudanças de EVA ano após ano. SAURIN, MUSSI e CORDIOLI (2000) dizem que não basta à empresa apresentar lucros se o capital empregado para chegar aos resultados for, proporcionalmente elevado.

Segundo EHRBAR (1998), o EVA tem muito a oferecer às empresas prestadoras de serviços, sendo usado de forma similar a da indústria. Na verdade, as dezenas de empresas de serviços que já utilizam o EVA podem atestar que é tônico e tão bom para elas quanto o é para qualquer outro tipo de negócio (EHRBAR, 1998, p.65). A justificativa é que os setores de serviços utilizam muito mais capital do que se imagina. A crença de que o EVA é voltado para indústria é o fato de que o mesmo enfatiza o custo de capital. EHRBAR (1998, p.65) afirma com ênfase que na realidade o que existe é um equívoco: "O EVA apenas aparenta acentuar os custos de capital por que a maioria das demais medidas de desempenho desconsidera totalmente o custo de capital próprio". EHRBAR (1998) ressalta ainda que, alguns métodos consideram o recurso do acionista como se fossem gratuitos. “Na realidade, o EVA dá ênfase igual a custos operacionais e custo de capital” (EHRBAR, 1998, p.65-66).

UYEMURA, KANTOR e PETTIT (1996) afirmam que apesar de EVA ser amplamente utilizado por empresas industriais, só recentemente o método começou a ser aplicado a bancos e instituições financeira.

“O EVA, com seu reconhecimento explícito do custo de capital próprio oferece uma medição muito melhor do desempenho de bancos” (EHRBAR, 1998, p. 94). O EVA, na visão da consultoria Stern & Stewart, oferece uma estrutura superior para se lidar com algumas questões mais difíceis no setor bancário, incluindo alocação de capital, lucratividade por

cliente, preços de transferência de recurso e gerência de risco. Entretanto salienta de uma forma tímida as dificuldades de se implantar EVA no sistema bancário, o que não impede a sua ampla utilização. “Uma série de questões complica a aplicação de EVA a instituições financeiras, mas o resultado final é tão eficaz quanto em outros setores” (EHRBAR, 1999, p. 94).

Segundo EHRBAR (1998) os ajustes contábeis necessários para o segmento de bancos são a eliminação de distorções em lucros operacionais líquidos e de capital. Os bancos procuram evitar empréstimos nos dias que antecede o fechamento dos balanços, considerando que o acréscimo pleno à reserva para perdas decorrentes de empréstimos afeta imediatamente seus demonstrativos de resultados. Para EHRBAR (1998, p. 95) o mérito do EVA é que elimina estas distorções substituindo a provisão para devedores duvidosos por débitos líquidos efetivos no demonstrativo de resultados de forma a refletir perdas correntes em vez de perdas futuras que podem ocorrer.

De acordo com TAKAKI, KIDUDOME e SUMAN (1999) os meios para aumentar o EVA são três: aumentar retorno de ativos já existentes; aumentar o capital para obter retornos futuros acima do custo de capital e diminuir capital para aumentar eficiência.

EVA não deveria ser visto como a resposta a todas as coisas. Por si só, o EVA não resolve problemas empresariais; gerentes os têm que resolver. Mas tendo acesso a uma medida importante que é reunida para compartilhar desempenho, clarifica as opções de um gerente e, junto com MVA, provê um objetivo significativo para procurar internamente e externamente orientação para tomada de decisões (DIERKS e PATEL, 1997).

De forma simples, o EVA pode ser calculado pela fórmula:

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

Onde o NOPAT é o lucro operacional líquido após a tributação, C% é o valor percentual do custo de capital e TC o capital total.

Valores positivos de EVA refletem que a empresa está criando riqueza para o acionista. Em outras palavras, o investidor está ganhando mais do que se aplicasse seu capital em operações financeiras de baixo risco como poupança ou renda fixa. O EVA negativo por sua vez, indica que é preferível o investidor buscar outra oportunidade melhor para investir seu capital. É importante ressaltar que o EVA deve ser visto em uma perspectiva de tempo, analisando assim se a empresa apresenta melhoras ou pioras em sua criação de riquezas.

Quanto a análise de ações segundo KIMURA et al. (1999), o EVA também tem grande aplicabilidade, permitindo a identificação e mensuração de tendências de melhorias ou deterioramento em empresas, antecipando-se a outros indicadores contábeis ou financeiros.

De acordo com SAURIN, MUSSI e CORDIOLI (2000) o EVA como qualquer outro índice ou medida de desempenho econômico, tem suas vantagens e suas desvantagens.

Uma das vantagens é que o EVA é uma medida econômica e não apenas contábil, uma vez que os balanços das empresas podem ser facilmente manipulados e, além disso pode ser aplicado a todos os tipos de empresas.

O EVA, quando aplicado corretamente, possibilita a criação da noção de valorização das ações e conseqüentemente, maximização do capital do acionista através do envolvimento de todos os níveis da organização. A implantação de um plano de remuneração variável através de incentivos impulsiona a criação de riquezas; segundo EHRBAR (1999, p.7) “Planos de bônus EVA fazem com que os gerentes pensem e ajam como donos, remunerando-os como donos.” O EVA gera também, maior conscientização da gerência quanto ao valor do capital que é por eles geridos, principalmente do valor associado ao patrimônio líquido (SAURIN, MUSSI e CORDIOLI, 2000).

Existe ainda, a possibilidade de desdobramento do EVA, de indicadores financeiros para indicadores de gestão de unidades de negócios e associar a estes, indicadores de desempenho operacional (SAURIN, MUSSI e CORDIOLI, 2000).

Por fim, destacam-se como vantagens do método a possibilidade de criação de um sistema mais integrado de planejamento e controle, flexibilidade, forte relação com valor patrimonial líquido, mensuração em moeda, indicadores de responsabilidade de ações e a facilidade de adoção (TAKAKI, KIDUDOME e SUMAN, 1999).

Apesar das aparentes vantagens do EVA, o método também possui algumas desvantagens. BRABAZON e SWEENEY (1998) destacam as seguintes limitações do método:

- como a maioria das medidas de avaliação financeira, o EVA é inerentemente voltado para o passado e logo, mede o sucesso (ou fracasso) de decisões e investimentos já feitos;
- pode desencorajar investimentos de grande montante e de maior prazo de maturação apesar de estes investimentos possuírem valor presente líquido positivo, já que os mesmos podem reduzir o valor do EVA no curto prazo;
- como as outras medidas financeiras, não coloca valores para ativos intelectuais e outros bens intangíveis como marcas. Estes ativos são fundamentais para o desempenho futuro da organização;
- em empresas com grande diversidade de produtos, multiplicam-se as dificuldades de cálculo do EVA, a mensuração do EVA deve ser feito por divisões e/ou unidades de maneira a verificar se o investimento está efetivamente produzindo riquezas. Ativos e custos comuns a todos os produtos deverão ser repartidos entre as divisões ou produtos de maneira a avaliar o EVA por produto e/ou divisão;
- alguns pesquisadores têm dúvidas se o EVA está mais correlacionado com o preço das ações do que outras medidas de desempenho. Pesquisas realizadas pela Universidade de Washington em 1996 concluíram que os lucros são a melhor medida de avaliação;
- a consultoria Stern & Stewart indica 164 ajustes que devem ser feitos sobre lucros e capital, este ajustes envolvem julgamentos subjetivos e estão propensos a ambigüidades.

Para DIERKS e PATEL (1997) dos 164 ajustes possíveis, somente de 20 a 25 tem que ser discutidos em detalhes e somente uma parte pode ser aplicada na prática. Os principais ajustes seriam avaliação de estoques, sazonalidade, capitalização e amortização de P&D, despesas de reestruturação, prêmios de aquisições, avaliação dos exigíveis, *hedges* e impostos, inflação e conversão monetária.

TAKAKI, KIDUDOME e SUMAN (1999) acrescentam ainda mais algumas desvantagens do EVA:

- o valor presente líquido ainda é considerado (e utilizado) como a melhor métrica tanto para gestores quanto para avaliação de analistas de mercado, porque leva em conta projeções futuras de valor;
- difícil comparabilidade entre empresas já que os ajustes específicos são específicos para cada empresa, assim medidas tradicionais como ROI e ROE têm o benefício de serem mais comparáveis entre empresas porque seguem os mesmos princípios contábeis e pode-se ainda observar nas notas explicativas os ajustes realizados;
- não é um conceito novo, é apenas um método específico de cálculo registrado pela consultoria Stern & Stewart, diversas outras consultorias possuem métodos semelhantes;
- não é aceito universalmente enquanto que o conceito de lucro econômico é aceito como medida de valor e o conceito de lucro contábil é largamente utilizado nas práticas de negócios correntes.

Em um artigo publicado pela revista Fortune em 1997, HAMEL rebate os argumentos de EHRBAR dizendo que o EVA não é uma medida de criação de riqueza, é meramente uma medida de mensuração da eficiência do capital e, não revela a capacidade da companhia de criar novas riquezas (HAMEL e EHRBAR, 1997).

#### 4. MVA (*Market Value Added*)

Outro importante indicador, que leva também em consideração o capital investido, é o MVA (*Market Value Added*), que nada mais é do que um indicador que mede a criação de valor de uma empresa em relação aos recursos atribuídos ao negócio (SAURIN, MUSSI e CORDIOLI, 2000, p. 20).

De acordo com EHRBAR (1999) o MVA é a diferença entre o valor total de mercado da empresa (tanto de ações quanto de endividamento) e o capital total investido. A fórmula do MVA é assim representada:

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

O valor de mercado da empresa representa o quanto o mercado considera que valem todas as ações em circulação da empresa.

Para EHRBAR (1999, p. 36), o MVA é a medida definitiva da criação de riqueza por ser a diferença entre entrada de caixa e saída de caixa, “...entre aquilo que investidores colocam na empresa como capital e o que poderiam receber vendendo pelo preço de mercado corrente.”

Uma das principais vantagens do MVA é quanto ao tempo, ou seja, enquanto o EVA faz indicações sobre o retorno de investimentos já realizados o MVA reflete as expectativas do mercado quanto o desempenho futuro da empresa. O MVA representa o valor econômico da empresa em relação às suas expectativas de lucros futuros, enquanto que o EVA tem o mesmo entendimento voltado para o lucro passado (KASSAI et al, 2000).

Apesar da utilidade do MVA para verificação da criação de riqueza o mesmo não possui eficácia equivalente nas decisões do dia-a-dia. Segundo EHRBAR (1999) existem três razões principais que limitam a aplicabilidade do MVA no dia-a-dia. A primeira razão diz respeito às oscilações na Bolsa de Valores que poderão não refletir as ações da gerência no curto prazo. A segunda razão se refere à necessidade das empresas terem suas ações negociadas em Bolsa e conseqüentemente, terem um preço de mercado. A última razão é o fato que o MVA só pode ser calculado em nível consolidado, sendo que o mesmo não poderá ser aplicado, entre outros, para uma unidade de negócio ou para uma divisão.

Outro fator que se sobressai no método MVA é que o mesmo possui forte correlação com o EVA. LEHN e MAKHIJA (apud DIERKS e PATEL, 1997) pesquisando 241 empresa no período de 1987 a 1993 identificaram que o EVA e o MVA tem uma correlação significativamente positiva com o preço das ações atestando a efetividade da medida como unidade de avaliação. BRABAZON e SWEENEY (1998) citam o comentário do principal executivo financeiro (CFO) da AT&T “Calculamos nosso EVA a partir de 1984 e encontramos uma quase perfeita correlação com o preço das ações.” Ainda segundo BRABAZON e SWEENEY (1998) o EVA se correlaciona mais estreitamente com mudanças no MVA de bancos do que qualquer outra medida de desempenho.

Em estudo realizado em empresas estatais brasileiras que foram privatizadas, SAURIN, MUSSI e CORDIOLI (2000) concluíram que há uma correlação positiva entre o EVA e o MVA, assim, para elevações dos valores de EVA espera-se aumentos no valor do indicador MVA. Quanto ao setor bancário UYEMURA, KANTOR e PETTIT (1996), em pesquisa junto aos 100 maiores bancos americanos concluíram que o EVA está fortemente correlacionado como o MVA.

## 5. CÁLCULO DOS INDICADORES

Esta seção faz uma análise de três bancos que obtiveram os maiores lucros líquidos no ano de 2001 e que possuem ações negociadas na bolsa de valores, a análise é ainda estendida para os anos de 2000 e 1999. O quadro 1 mostra os principais dados das instituições financeiras pesquisadas.

Quadro 01 - Principais dados dos bancos pesquisados (em milhares)

Bancos	Ativos Totais	Patrimônio Líquido	Receitas Totais*	Custos Totais*	NOPAT**	Lucro Líquido	Nº de Ações Ord.***	Nº de Ações Pref.***
<b>2001</b>								
<b>Itaú</b>	81.806.964	7.578.222	14.318.396	11.231.105	2.652.984	2.389.468	62.655.011	51.359.517
<b>Bradesco</b>	110.115.906	9.767.946	21.411.673	18.560.909	2.348.507	2.170.130	733.319.190	712.117.012
<b>B. do Brasil</b>	165.120.024	8.747.353	19.495.916	18.046.827	1.148.298	1.081.952	399.197.698	312.798.008
<b>2000</b>								
<b>Itaú</b>	69.554.780	6.642.077	9.701.427	7.224.040	2.079.130	1.840.568	66.590.741	51.359.422
<b>Bradesco</b>	94.878.483	8.092.202	15.519.008	13.791.767	1.468.465	1.740.165	711.992.585	687.823.697
<b>B. do Brasil</b>	138.363.406	7.965.001	16.513.593	15.197.437	1.034.572	974.211	399.184.582	312.787.731
<b>1999</b>								
<b>Itaú</b>	51.910.982	5.906.672	9.756.525	7.624.754	1.723.959	1.869.363	68.375.705	51.359.421
<b>Bradesco</b>	80.323.592	7.056.569	18.172.464	17.232.513	1.247.137	1.104.806	520.898.731	503.216.603
<b>B. do Brasil</b>	126.453.782	7.270.731	25.680.956	25.448.149	894.873	843.050	399.184.582	312.787.731

\*As receitas totais foram calculadas através do somatório das receitas de intermediação financeira, outras receitas operacionais e resultados não operacionais (quando positivos). Os custos totais foram calculados através da adição das despesas de intermediação financeira, despesas operacionais e resultados não operacionais (quando negativos).

\*\* NOPAT= resultado após tributação.

\*\*\*Ações em circulação.

FONTE: elaborado a partir dos dados dos balanços consolidados dos bancos e dados da BOVESPA.

Para o cálculo do EVA foi empregada a fórmula abaixo apresentada:

$$EVA = NOPAT - (ke \times PL)$$

Onde:

*NOPAT* = Resultado após tributação

*ke* = Custo do capital próprio

*PL* = Patrimônio líquido

Segundo KASSAI et al. (2000, p.196), é possível utilizar esta forma de cálculo uma vez que "...os princípios fundamentais de contabilidade, registra todos os custos relativos aos capitais de terceiros..." assim, resta diminuir do NOPAT os custos sobre os capitais próprios para obter-se o EVA. A utilização de balanços publicados impossibilita saber o verdadeiro custo de capitais próprios já que os mesmo não trazem esta informação. Existem diversas maneiras de calcular o custo dos capitais próprios, inclusive utilizando o risco envolvido no negócio. KASSAI et al. (2000) afirmam que a maneira mais indicada de se obter o custo dos capitais próprios é perguntando diretamente aos acionistas qual o valor percentual mínimo que esperam ganhar aplicando seu dinheiro na empresa.

Para este estudo convencionou-se usar como custo dos capitais próprios o valor do IGP-M no ano de 2001; este índice é calculado pela Fundação Getúlio Vargas e tem por finalidade "Registrar o ritmo evolutivo de preços como medida síntese da inflação nacional" (FGV, 2002). Desta forma o IGP-M pode ser considerado como medida de custo de capital mínimo exigido pelos investidores de maneira a manter o valor de seu investimento. O IGP-M acumulado atingiu 10,37% em 2001, 9,95% em 2000 e 20,10% em 1999 (PORTAL BRASIL, 2002).



Quadro 03: Valores do NOPAT, Custo de Capitais Próprios e EVA dos bancos

	Bancos	NOPAT	Custo do C. Próprio	EVA
2001	Itaú	2.652.984	785.862	1.867.122
	Bradesco	2.348.507	1.012.936	1.335.571
	B. do Brasil	1.148.298	907.101	241.197
2000	Itaú	2.079.130	630.997	1.448.132
	Bradesco	1.468.465	768.759	699.705
	B. do Brasil	1.034.572	756.675	277.896
1999	Itaú	1.723.959	1.187.241	536.717
	Bradesco	1.247.137	1.418.370	-171.233
	B. do Brasil	894.873	1.461.417	-566.543

De forma simplificada o MVA é calculado pela fórmula:

$$\text{MVA} = \text{Valor de Mercado} - \text{PL}$$

O valor de mercado da empresa representa o somatório total das ações da empresa (em circulação) multiplicado pela sua devida cotação de mercado. Para os bancos em questão obteve os resultados apresentados no quadro 03.

Quadro 03 - Valores do indicador MVA

Bancos	Nº Ações Ordinárias*	R\$/1000 A. Ordinárias**	Nº Ações Preferen.*	R\$/1000 A. Preferen.**	Valor de Mercado (R\$)*	Patrimônio Líquido (R\$)*	MVA (R\$)*
<b>2001</b>							
Itaú	62.655.011	175,00	51.359.517	175,79	19.993.116	7.578.222	12.414.894
Bradesco	733.319.190	9,80	712.117.012	11,76	15.561.024	9.767.946	5.793.078
B. do Brasil	399.197.698	10,10	312.798.008	11,74	7.704.145	8.747.353	-1.043.207
<b>2000</b>							
Itaú	66.590.741	169,24	51.359.422	168,85	19.941.855	6.642.077	13.299.778
Bradesco	711.992.585	11,84	687.823.697	13,44	17.674.342	8.092.202	9.582.140
B. do Brasil	399.184.582	6,10	312.787.731	7,56	4.799.701	7.965.001	-3.165.299
<b>1999</b>							
Itaú	68.375.705	118,37	51.359.421	139,99	15.283.437	5.906.672	9.376.765
Bradesco	520.898.731	8,69	503.216.603	10,94	10.031.799	7.056.569	2.975.230
B. do Brasil	399.184.582	7,62	312.787.731	10,61	6.360.464	7.270.731	-910.266

\* Em milhares.

\*\* Preço médio das ações no mês de dezembro de 2001, 2000 e 1999. Ações: ITAU3 e ITAU4, BBDC3 e BBDC4, UBBR3 e UBBR4, BBAS3 e BBAS4 (BOVESPA, 2002).

De acordo com a consultoria Stern & Stewart (2002), deve-se utilizar no cálculo do MVA o valor das ações no último dia de negociações do ano, porém, para o presente trabalho convencionou-se utilizar o valor médio ponderado das ações no último mês do ano evitando assim, a influência de oscilações bruscas que venham a prejudicar a confiabilidade da análise.

Quadro 04 - Outros indicadores

	Bancos	Lucro por 1000 Ações	ROE (%)	ROI (%)	Preço/Lucro	Valor de Mercado/ Valor do PL
2001	Itaú	20,96	31,53	2,92	8,37	2,64
	Bradesco	1,50	22,22	1,97	7,17	1,59
	B. do Brasil	1,52	12,37	0,66	7,12	0,88
2000	Itaú	15,60	27,71	2,65	10,83	3,00
	Bradesco	1,24	21,50	1,83	10,16	2,18
	B. do Brasil	1,37	12,23	0,70	4,64	0,60
1999	Itaú	15,61	31,65	3,60	8,18	2,59
	Bradesco	1,08	15,66	1,38	9,08	1,42
	B. do Brasil	1,18	8,12	0,67	7,11	0,87

Complementarmente foram ainda, calculados o lucro por ação, ROE, ROI, índice preço/lucro e a relação valor de mercado/valor do patrimônio líquido, conforme anteriormente apresentado no quadro 4.

## **6. ANÁLISE DOS RESULTADOS**

A partir dos valores calculados, o Banco Itaú desponta como o maior criador de riquezas para os acionistas entre os três bancos pesquisados. Tanto em termos de EVA quanto MVA, o Itaú apresenta valores positivos nestes indicadores em três anos consecutivos, assim, as decisões tomadas pela administração deste banco parecem alinhadas com o interesse dos acionistas visto a valorização creditada pelo mercado a esta empresa. Além disso, o EVA do Itaú cresceu em todos os anos analisados passando de R\$ 536 milhões (1999) para R\$ 1,867 bilhões (2001), o que representa um aumento de 347% neste indicador.

O Bradesco apresentou melhoria em seu índice de EVA, passando de um valor negativo em 1999 (R\$ 171 milhões) para valores positivos em 2000 (R\$ 1,448 bilhões) e 2001 (R\$ 1,867 bilhões). Quanto ao MVA, apesar de este indicador ser positivo nos três anos de análise, houve uma diminuição do mesmo de 2000 para 2001.

O Banco do Brasil mostrou-se como o mais instável entre os bancos analisados; seu EVA passou de negativo em 1999 (R\$ 566 milhões) para positivo em 2001 (R\$ 241 milhões) o que indica uma melhora apesar de que, no ano 2000 o Banco do Brasil obteve um EVA maior do que do ano de 2001.

Apesar de estudos anteriormente citados indicarem uma correlação entre os índices EVA e MVA, neste estudo este pressuposto não foi observado.

Os outros indicadores por se tratarem de medidas relativas são dispensados poucos comentários. No tocante ao lucro por ação o Itaú apresentou resultados estáveis entre 1999 e 2000 (R\$15,61 e R\$15,60 respectivamente) e um melhor desempenho em 2001 (R\$20,96). O Bradesco por sua vez, têm apresentado melhorias ano após ano o mesmo se aplicando ao Banco do Brasil.

O Itaú mostrou um retorno sobre o patrimônio líquido bastante superior ao das demais instituições. O Bradesco e o Banco do Brasil têm mostrado evoluções neste índice.

No retorno sobre o investimento, novamente o Itaú é superior aos demais porém, com um desempenho inferior deste indicador no ano de 2001 em relação a 1999 (2,92% e 3,6% respectivamente). O Bradesco mostrou um aumento constante deste índice enquanto que no Banco do Brasil o mesmo está praticamente estabilizado.

O índice preço por lucro ainda mostra uma vantagem do banco Itaú, seguido pelo Bradesco e Banco do Brasil.

Por fim, o valor de mercado por valor do patrimônio líquido revela confiança do mercado no Itaú e Bradesco em situação oposta, o mercado reflete expectativas negativas em relação ao Banco do Brasil.

## **7. CONCLUSÃO**

Partindo dos resultados encontrados, conclui-se que ambos os métodos EVA e MVA são importantes ferramentas de análise financeiras. O EVA apresenta uma medida consistente de avaliação dos investimentos feitos por uma empresa, sendo assim, aplicações que gerem um EVA negativo devem receber maior atenção e dependendo das circunstâncias descartadas. O MVA por sua vez é uma ferramenta de avaliação financeira que reflete as expectativas do mercado para com a empresa, em função da valorização das ações da instituição.

Os resultados dos cálculos dos MVAs durante o período revela que o mercado deposita grande confiança no Banco Itaú e Banco Bradesco. Contudo, de acordo com o MVA apurado para o Banco do Brasil a situação é inversa, o mercado não confia plenamente que o banco terá condições futuras de proporcionar riqueza aos seus acionistas.

A relação valor de mercado por valor patrimonial confirma os valores calculados de MVA. Somente o Banco do Brasil atingiu uma relação menor do que um o que evidencia o baixo valor considerado pelo mercado das ações do banco.

Por fim, indica-se a utilização do MVA como medida de avaliação financeira uma vez que é uma medida absoluta, ou seja, pode-se comparar empresas de diversos setores e a empresa com melhor desempenho será aquela que obtiver um maior valor de MVA.

Para futuras pesquisas, sugere-se que seja feita a análise de uma série maior de anos dos bancos além de poderem ser incluídas mais instituições como forma de comparação. Outra sugestão refere-se a análise entre o alinhamento dos métodos EVA e MVA com os valores de ações cotadas em bolsa de valores.

## 8. REFERÊNCIAS

BOVESPA. **Anexo I à Instrução Normativa SRF nº 119, de 10 de janeiro de 2002.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em 10 mar. 2002.

BRABAZON, T.; SWEENEY, B. Economic value added – really adding something new? In: **Accountancy Ireland**, Dublin, v. 30, nº 3, p. 14-15, jun. 1998.

BRAGA, R.; MARQUES, J. A. V. C. Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da Companhia Paranaense de Energia – COPEL. In: **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 07, nº 4, p. 13-26, out./dez. 2000.

CHEN, S.; DODD, J. L. Economic Value Added (EVA (TM)): an empirical examination of a new corporate performance measure. In: **Journal of Managerial Issues**, Pittsburg, v. 9, nº 3, p. 318-333, fall 1997.

DIERKS; P. A.; PATEL; A. What is Eva, and how can it help your company? In: **Management Accounting**, Montvale, v. 79, nº 5, p. 52-58, nov. 1997.

EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado – a verdadeira chave para a criação de riqueza.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FEBRABAN – Federação Brasileira dos Bancos. **Dados do setor: classificação dos ativos totais.** Disponível em: <<http://www.febraban.org.br/dados.asp#ativos>> Acesso em: 17 mar. 2002.

FGV – Fundação Getúlio Vargas. **IGP – Índice Geral de Preços.** Disponível em: <<http://www.fgv.br/ibre/CEP/cepativ1.cfm#IGP>> Acesso em: 9 mar. 2002.

GRADILONE, C. Virada à paulista - O governo de São Paulo vai vender parte da Nossa Caixa para torná-la mais competitiva. In: **Exame**, nº 749, p.88-89, 19 set. 2001.

GRADILONE, C. Quem vai rir por último? In: **Exame**, nº 758, p.46-50, 6 fev. 2002.

HAMEL, G. ; EHRBAR, A. Debate: duking it out over EVA. In: **Fortune**, New York, v. 136, nº 3, p. 232, ago. 1997.

HATFIELD, G. R. R&D in an EVA world. In: **Research Technology Management**, Washington, v. 45, nº 1, p. 41-47, jan./fev. 2002.

KASSAI, J. R. et al. Retorno do Investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial. In: IV SEMEAD - Seminários em Administração (1999: São Paulo). **Anais...** São Paulo: IV SEMEAD, 1999.

KASSAI, J. R. et al. **Retorno do investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial.** 2º ed. São Paulo: Atlas, 2000.

KASSAI, J. R.; KASSAI, S.; ASSAF NETO, A. índice de especulação de valor agregado – IEVA. In: 1º Seminário USP de Contabilidade (2001: São Paulo). **Anais ...** São Paulo: 1º Seminário USP de Contabilidade, 2001.

KIMURA, H. et al. Metodologia para avaliação do EVA (Economic Value Added) através de demonstrativos financeiros e dados de cotações de preços. In: IV SEMEAD - Seminários em Administração, (1999: São Paulo). **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 1999.

LIEBER, R. B. Stern Stewart and KPMG go to war. In: **Fortune**, New York, v. 137, nº 2, p.30, 2 fev. 1998.

PORTAL BRASIL. **Índice Geral de Preços de Mercado – IGP-M**. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.eti.br/igpm.htm>> Acesso em: 3 mar. 2002.

SAURIN, V.; MUSSI, C. C.; CORDIOLI, L. A. Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no EVA e no MVA. In: **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, nº 11, 1º trim. 2000.

STERN & STEWART CO. **Performance rankings**. Disponível em: <[http://www.eva.com/performance/rankings\\_2000.shtml](http://www.eva.com/performance/rankings_2000.shtml)> Acesso em: 18 mar. 2002.

TAKAKI, F. S.; KIDUDOME, K.; SUMAN, S. **Economic value added (E.V.A.®): conceito, aplicações e análise**. In: I SEMEAD JR - Seminários em Administração, (1999: São Paulo). **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 1999.

UYEMURA, D. G.; KANTOR, C. C.; PETTIT, J. M. EVA for banks: value creation, risk management, and profitability measure. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, v.9, nº 2, p. 94-113, Summer 1996.

ZAPAROLLI, D. Concentração marca setor financeiro. In: **Gazeta Mercantil: 1000 Maiores Empresas da América Latina**, p. 135-136, nov. 2000.

WERNKE, R.; LEMBECK, M.; BORNIA, A. C. Valor Econômico Adicionado (E.V.A.): uma ferramenta para mensuração da real lucratividade de uma operação ou empreendimento. In: **Revista de Ciências da Administração**, Florianópolis, v. 02, nº 1, p. 50-56, fev. 2000.

WESTON, J. F.; COPELAND, T. E. **Managerial Finance**. 9º ed. Orlando: The Dryden Press, 1992.