
Indicadores financeiros de longo prazo: comparação entre o retorno sobre o investimento e o lucro residual

Fábio Frezatti

Os indicadores de longo prazo utilizados no desenvolvimento do plano estratégico da organização têm como função monitorar a sua missão. Devem indicar se a organização é saudável, se está melhorando, se está estável ou se está piorando nos intervalos de tempo que ela considera adequados. Contudo, eles podem proporcionar distorções ao processo decisório quando indicam de maneira dúbia o estado da organização. O indicador financeiro de longo prazo permite monitorar vários elementos, servindo de elo entre o plano estratégico e o orçamento anual. Em seu sentido mais atual, outros indicadores **não-financeiros** são encontrados, como o *market share*, sendo que em algumas oportunidades a hierarquia entre eles constitui questão de discórdia entre os executivos das organizações. De qualquer forma, na definição de objetivos de longo prazo, pelo menos um indicador financeiro deve ser estabelecido pelos executivos, a fim de proporcionar condições de monitorar o desenvolvimento das operações sob a perspectiva de unificação do entendimento dos eventos econômicos.

Neste artigo serão confrontados o **Retorno sobre o Investimento** e o **Lucro Residual**. Levando-se em conta as potencialidades e as limitações existentes, a análise do tema foi desenvolvida a partir da seguinte pergunta:

- Existem diferenças significativas na avaliação de desempenho ao se utilizar, alternativamente, o método do Retorno sobre o Investimento ou o do Lucro Residual?

Embora vários autores tenham se manifestado, criticando ou defendendo os instrumentos citados, como Copeland *et alii* (1995), Stewart (1991) e Rappaport (1998), dentre tantos, abordagens numéricas demonstrando imperfeições não têm sido apresentadas com muita frequência. Neste artigo, a fim de trazer subsídios para essa questão, tem-se por objetivo desenvolver análise que inclua breve abordagem conceitual sobre ambas as metodologias referenciadas e, através de exemplo numérico, identificar suas possíveis diferenças.

O autor agradece o apoio concedido pela Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp) e pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) ao projeto de pesquisa que originou este artigo.

Recebido em setembro/1999
2ª versão em dezembro/1999

Fábio Frezatti, Mestre em Administração de Empresas e Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) da Universidade de São Paulo (USP), é Professor do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP e Pesquisador da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras (Fipecafi), do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp).
E-mail: frezatti@usp.br

CARACTERÍSTICAS DO INDICADOR FINANCEIRO DE LONGO PRAZO

Várias técnicas estão disponíveis e são citadas na literatura como adequados potenciais indicadores financeiros de longo prazo. Carleton & Davis, em obra coordenada por Ansoff (1977), discutem vários indicadores, como o Retorno sobre o Investimento, o Lucro por Ação, o Índice P/L e, mesmo, um modelo com ponderação de vários indicadores. Contudo, é muito importante separar o indicador que pode e deve ser utilizado como instrumento de **avaliação de desempenho** daquele que permite a **análise de investimento** e, posteriormente, passa a ser também utilizado na avaliação de desempenho. Neste artigo, a utilidade do instrumento tem a **avaliação de desempenho** como foco principal.

Steiner (1979:165) considera que o indicador de longo prazo passível de ser utilizado no processo de planejamento estratégico deve levar em conta os seguintes quesitos:

- **estar atrelado ao propósito da organização** (missão e valores), contribuindo para que ela se mova para o direcionamento correto. Objetivos neutros, sem contribuições reais ou, ainda, conflitantes são inadequados para tais elementos;
- **passível de ser mensurado durante certo espaço de tempo**, sem o que se torna impossível avaliar de maneira objetiva se ele foi ou não atingido;
- **factível**, no sentido de que será atingido, evitando objetivos não-realistas e que só servem para desmotivar os gestores;
- **aceitável** pelas pessoas da organização, pois deverá ser implementado a partir da definição de responsabilidades;
- **flexível**, no sentido de que pode ser modificado caso alguma contingência apareça. Não significa que seja volátil, mas claro e firme o suficiente para garantir direcionamento aos profissionais;
- **motivador**, já que são as pessoas que irão desenvolver suas atividades e proporcionar os resultados esperados. Dessa maneira, o grau de agressividade deve ser dosado para a obtenção do nível de motivação desejado;
- **passível de ser entendido**. Em princípio, pelo menos conceitualmente, é extremamente desejável que ele seja simples, pois deve ser entendido com poucas palavras;
- **passível de comprometimento** por quem irá desenvolver as ações para que ele seja atingido. Em alguns casos, o comprometimento total referente a determinado objetivo só é obtido quando dois ou mais executivos trabalham juntos por serem (individualmente) responsáveis parciais;
- **a participação dos profissionais na sua definição** é fundamental para que ele seja validado;

- **consistência de relacionamento** entre os diversos objetivos (nos vários níveis hierárquicos e na organização), já que cada área deve dispor de objetivos relacionados com aqueles hierarquicamente maiores, ou seja, os objetivos de longo prazo da organização.

As características mencionadas por Steiner (1979) são de fundamental importância para o estabelecimento do indicador e para a sua utilização. Dessa maneira, desenvolveu-se comentários comparativos, expostos a seguir, sobre os dois indicadores selecionados. Como pode ser percebido no quadro 1, ambos os indicadores apresentaram-se de maneira relativamente equilibrada quanto ao atendimento das demandas consideradas.

CONCEITOS ÚTEIS

Em decorrência da grande popularidade do Retorno sobre o Investimento e do interesse do autor deste artigo sobre o indicador que permite considerar o Lucro Residual, ambos foram escolhidos para a análise e apresentam considerável aderência aos critérios explicitados por Steiner (1979).

Retorno sobre o investimento

Esse indicador é citado como o mais utilizado pelas empresas norte-americanas cobertas pela revista *Fortune* (Rappaport, 1998:13). Existem vários enfoques para o cálculo da taxa de Retorno sobre o Investimento, mas a **ótica do acionista**, também conhecida como Retorno sobre o Patrimônio Líquido, foi a escolhida para a análise aqui apresentada, calculada a partir das informações gerenciais da organização. A mecânica de cálculo é a seguinte:

$$\frac{\text{Resultado Líquido do Período}}{\text{Patrimônio Líquido Sem o Resultado do Período}}$$

Pontos fortes

No que se refere aos pontos fortes, destacam-se:

- **Relativa simplicidade de cálculo e entendimento**
O cálculo do Retorno sobre o Investimento consiste em um subproduto das informações contábeis gerenciais, não requerendo ajustes adicionais, o que facilita o entendimento e a rapidez de seu cálculo.
- **Relacionamento entre giro, alavancagem e margem**
Consiste na decomposição da fórmula de Du Pont, a qual permite identificar as razões do retorno, bem como as origens da sua variação.

Quadro 1

Análise Comparativa dos Indicadores Financeiros de Longo Prazo

Descrição	Retorno sobre o Investimento	Lucro Residual
Arelados aos propósitos da organização	Atende ao quesito, não o relacionando necessariamente com criação de valor.	Atende ao quesito, perseguindo a abordagem de criação de valor.
Passíveis de serem mensurados dentro de certo espaço de tempo	Atende ao quesito, sendo definido o horizonte temporal necessário (anual, trimestral ou mensal).	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Factiveis	A exequibilidade dos resultados depende do gerenciamento e do bom senso dos executivos. A metodologia em si é factível.	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Aceitáveis	Nada indica que não seja aceito pelos participantes.	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Flexíveis	O método é flexível para ser gerenciado levando em conta as condições específicas da organização.	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Motivadores	Desde que percebido como factível e racionalmente aceitável, atrelado à avaliação de desempenho individual, pode proporcionar motivação aos participantes.	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Participação dos profissionais na sua definição	Depende da maneira como a organização envolve os participantes no processo de gestão.	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Passíveis de serem entendidos	Relativamente mais simples de ser entendido do que o outro método.	Relativamente mais complexo de ser entendido por envolver conceitos como custo de oportunidade.
Passíveis de comprometimento	A partir do entendimento e da capacidade de gerar impacto sobre o resultado, os executivos tendem a se comprometer com as metas definidas.	<i>Idem</i> características percebidas no outro instrumento.
Consistência de relacionamento	Proporciona possibilidade de relacionamento entre os vários objetivos.	Mais do que o outro instrumento, permite relacionamento não-viesado entre os objetivos macro e micro da organização.

Limitações

Dentre as várias críticas levantadas por Rappaport (1986:19)⁽¹⁾ sobre as limitações do Retorno sobre o Investimento, algumas merecem destaque:

- **Relacionamento distante entre retorno sobre investimento e valor da empresa**

Embora o bom senso considere que quanto maior o retorno sobre o investimento, maior a probabilidade de crescimento do valor, nem sempre isso será verdadeiro. Para o acionista é importante a percepção de crescimento de valor e a sua correlação com o indicador utilizado.

- **Vários podem ser os critérios contábeis aplicados, afetando o resultado**

Em decorrência das várias abordagens, resultados distintos podem ser obtidos por motivos unicamente liga-

dos aos critérios contábeis e não ligados a eventos econômicos. A depreciação, por exemplo, pode ter diferentes tratamentos em termos gerenciais, com consequências na avaliação de resultados. Analogamente, provisões podem ser registradas a partir de diferentes enfoques e proporcionar diferentes resultados, influenciando a decisão dos executivos e mesmo dos acionistas. Na opinião do autor deste artigo, essa limitação também pode ocorrer com a metodologia do Lucro Residual.

- **O risco não considerado na avaliação**

De maneira simplista, pode-se distinguir o risco do negócio e o risco financeiro. A figura do lucro contábil não incorpora nenhum desses tipos.

- **A necessidade de investimentos é excluída**

Existe relacionamento entre a mudança no valor econômico e o lucro. O investimento adicional necessário, re-

lacionado com o capital de giro ou com os bens de capital, pode estar sendo ignorado.

• **O retorno sobre o Investimento só captura um exercício na avaliação**

Pela metodologia, ao se dividir o resultado do exercício pelo investimento médio, considerando a ótica do investidor, ou seja, o patrimônio líquido, só se obtém o percentual de retorno de um dado ano. Dessa maneira, o Retorno sobre o Investimento ignora o horizonte não incluído no período analisado. Ao calcular médias de retorno para vários períodos, nova distorção é introduzida no método.

• **Retorno sub ou superavaliado**

Solomon (*apud* Rappaport, 1998:23) considera que existem várias razões para que a sub ou a superavaliação da taxa de retorno possa ser verificada. De acordo com ele, os elementos a seguir podem provocar tal efeito:

- horizonte da vida dos projetos;
- política de capitalização;
- taxa de depreciação considerada;
- intervalo entre o investimento e a recuperação pelo fluxo de caixa.

O gerenciamento do negócio por meio da taxa de retorno ocorre a partir da definição de um percentual considerado adequado para o setor e o momento vivido. Uma vez identificada a taxa de retorno, a sua comparação com o **custo de oportunidade do acionista** permite a percepção do desempenho. No entanto, tal comparação é inadequada, já que o indicador relaciona o resultado contábil (contido no numerador) com o investimento desembolsado (contido no denominador). O resultado obtido é comparado com uma informação econômica (no caso, o custo de oportunidade do acionista), o que proporciona um indicador de adequação questionável. De qualquer forma, para os efeitos desta análise, a comparação da taxa de retorno com o custo de oportunidade do acionista será utilizada para permitir a percepção de desempenho.

Lucro residual⁽²⁾

De maneira simplificada, é aquilo que **sobra para a organização** depois de ela remunerar os recursos consumidos no seu processo. Tal remuneração envolve acionista, instituições financeiras, fornecedores, empregados, governo e prestadores de serviços. O cálculo do Lucro Residual é desenvolvido a partir da fórmula:

$$(RODIR/CI - CPCE) \times CI$$

Os elementos que compõem a fórmula podem ser detalhados da seguinte maneira:

• **Resultado Operacional Depois do Imposto de Renda (RODIR)**

Ao resultado líquido contábil após o imposto de renda são agregados os elementos:

- despesas de juros líquidos dos efeitos do imposto de renda (imposto esse impactado pela existência dos juros);
- apropriações de gastos que ocorreram no passado;
- provisões e apropriações cujas perspectivas de afetar o caixa sejam próximas de zero.

A depreciação não é expurgada do resultado porque corresponde à figura da amortização econômica a ser recuperada. Se fosse expurgada geraria nível de margem inadequado, no sentido de repor os investimentos feitos no imobilizado.

• **Capital Investido (CI)⁽³⁾**

Corresponde aos recursos necessários para que a organização possa desenvolver suas atividades operacionais. Considera-se que o grau de eficiência a obter seja função do desempenho na gestão dos elementos contidos. Pode ser calculado tanto pelo critério de identificação dos **investimentos requeridos** pela operação (capital de giro operacional adicionado ao permanente líquido, deduzidos os passivos não onerosos de longo prazo) quanto pelos **financiamentos necessários** (empréstimos de curto e longo prazos, provisões e patrimônio líquido). Os gastos já incorridos, como pesquisa e desenvolvimento apropriados ao resultado, e que ainda não geraram produtos a faturar, deveriam voltar para o ativo (Stewart, 1991:29). A amortização do *goodwill* (Stewart, 1991:25), por exemplo, deve ser apurada e adicionada ao investimento⁽⁴⁾.

• **Custo Ponderado de Capital da Empresa (CPCE)**

Composto pela ponderação dos recursos que financiam as operações da organização, considerando tanto os recursos próprios como os recursos de terceiros. No que se refere aos recursos próprios, ou seja, àqueles que estão no Patrimônio Líquido, eles são considerados à luz do nível de risco existente, devendo o retorno recompensar o investidor pelo risco incorrido, diferenciado por meio do beta apurado.

Pontos fortes

Alguns pontos fortes do método podem ser percebidos:

• **Redução das distorções nas informações**

Leva em conta que as possíveis distorções geradas por critérios de apropriação possam ser minimizadas pelos ajustes feitos.

- **Separação dos diferentes elementos de impacto no resultado em retorno, custo de capital e capital investido no negócio**

Esse benefício pode ser parcialmente encontrado na metodologia do Retorno sobre o Investimento. A remuneração ao financiamento utilizado faz parte do método Lucro Residual, não sendo encontrada em sua plenitude no método do Retorno sobre o Investimento.

- **O referencial de retorno relacionado ao custo ponderado de capital é útil para estabelecer patamar mínimo aceito**

Isso é possível, já que a organização passa a conhecer o patamar de retorno necessário para cobrir o custo de capital por ela requerido, como um todo ou para um projeto em particular.

- **Referencial interno é suficiente**

É possível saber se a organização está proporcionando retorno adequado apenas com o referencial interno, ainda que se recomende a identificação do *benchmarking* externo para preservar a competitividade e a melhoria contínua da eficiência.

Limitações

Dentre as principais limitações, devem ser destacadas:

- **Subjetividade**

Essa limitação está ligada aos critérios definidos para cada organização, os quais, em decorrência de peculiaridades e entendimento, podem ser distintos.

- **Complexidade do instrumental**

Ainda que o conceito do Lucro Residual seja relativamente simples, a sua implementação não o é, exigindo maturidade do grupo gerencial e sistema de informações cuidadosamente especificado.

ANÁLISE DE UM EXEMPLO NUMÉRICO — ESTRUTURAÇÃO DA SITUAÇÃO-BASE

O exemplo numérico tem por objetivo a análise dos impactos que os dois diferentes indicadores possam trazer à percepção do desempenho da organização. Como consequência da entrada de dados no modelo, ele projeta o balanço patrimonial, a demonstração de resultados, o Retorno sobre o Investimento e o Lucro Residual. Os resultados contemplam três períodos: o período-base (o ponto de partida para o balanço) e dois períodos projetados (período 1 e período 2). Algumas alterações nas variáveis mais importantes da empresa foram consideradas para identificar o impacto comparativo causado. Tais alterações tratam de decisões significativas para as organizações, sendo importante saber se elas proporcionam mudanças favoráveis, desfavoráveis ou neutras nos resultados apresentados por ambos os métodos. Em outras palavras, o que ocorreria com o desempenho, **medido pelo indicador financeiro de longo prazo**, no período, em relação à situação-base, se algumas dessas alterações se verificassem?

Embora perceba-se que os números escolhidos para a exemplificação têm forte impacto na análise, existe a preocupação em diminuir possíveis distorções. Os impactos das alterações foram obtidos, sendo analisadas as seguintes possibilidades:

Quadro 2

Balanço Patrimonial em 31 de Dezembro

Descrição — R\$	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Descrição — R\$	Ano 0	Ano 1	Ano 2
Ativo				Passivo & Patrimônio Líquido			
Caixa e Bancos	1	1	1	Empréstimos	610.000	260.237	73.459
Investimentos de Curto Prazo	0	0	0	Provisões de Juros	0	51.660	16.896
Juros sobre Investimentos	0	0	0	Contas a Pagar	90.000	69.472	73.710
Contas a Receber	228.500	100.013	103.013	Provisão para Imposto de Renda	12.000	72.322	92.808
Provisão — Devedores Duvidosos	-8.000	-1.528	-1.545	Total Circulante	712.000	453.691	256.872
Estoques	94.789	122.127	128.350	Patrimônio Líquido			
Total Circulante	315.290	220.641	229.819	Capital	450.000	450.000	450.000
Permanente				Reservas	105.770	125.620	150.829
Valor de Curso	1.260.000	1.300.800	1.342.824	Lucros Acumulados	105.920	264.657	460.076
Depreciação Acumulada	201.600	227.473	254.866	Total Patrimônio Líquido	661.690	840.277	1.060.905
Valor do Permanente Líquido	1.058.400	1.073.327	1.087.958	Total do Passivo & Patrimônio Líquido	1.373.690	1.293.968	1.317.777
Total do Ativo	1.373.690	1.293.968	1.317.777				

- variações percebidas **semelhantemente** por ambos;
- variações percebidas **de maneiras diferentes**, dependendo do indicador.

O fato de as variações refletirem diferentes resultados é importante para a percepção de ambigüidade, ou seja, um indicador informar que a alteração produziu resultado desfavorável ante um critério ou um referencial, enquanto o outro indicador informar o contrário.

A situação-base é, para ambos os instrumentos, aquela que antecede as variações propostas, sendo sua construção demonstrada nos quadros 2 e 3.

Quadro 3

Demonstração de Resultados do Período

Descrição — R\$	Ano 1	Ano 2
+ Faturamento Líquido à Vista	818.850	843.416
(-) Custo dos Produtos Vendidos	336.666	338.238
= Margem Bruta	482.184	505.178
(-) Total Despesas	203.173	207.048
= Resultado Operacional	279.011	298.131
(-) Despesas / Receitas Financeiras	-59.854	-16.896
+ Outros	11.901	6.991
= Lucro Bruto do Período	231.058	288.227
(-) Provisão para Imposto de Renda	72.322	92.808
= Resultado Líquido após o Imposto de Renda	158.736	195.419

Nos quadros 4 e 5 constam as composições comparativas dos indicadores.

Quadro 4

Ajustes entre Elementos: Lucro Líquido e RODIR

Quadro	Referência	Valores em R\$	
		Ano 1	Ano 2
4	+Lucro Líquido	158.736	195.419
6	+Ajustes*	33.603	3.171
6	=RODIR	192.339	198.590

* Levando em conta despesas de juros líquidas do efeito Imposto de Renda, ajustes de provisões para Devedores Duvidosos e ajustes de provisões para ajustes de Estoques.

A base (denominador) à qual o resultado é relacionado, ou seja, o investimento, é detalhada em sua montagem no quadro 5, permitindo que as diferenças sejam percebidas. Como uma questão de critério para a apuração do denominador foi considerado que os recursos utilizados no Ano 1 são aqueles que estavam disponíveis no final do Ano 0.

Quadro 5

Demonstração dos Denominadores Utilizados para Apuração de Retorno

Conta — em R\$	Retorno sobre o Investimento		Lucro Residual	
	Ano 1	Ano 2	Ano 1	Ano 2
Patrimônio Líquido	661.690	840.277	661.690	840.277
Empréstimos de Curto Prazo	0	0	610.000	260.237
Provisão de Juros — Empréstimos	0	0	0	51.660
Outros	0	0	0	0
Total	661.690	840.277	1.271.690	1.152.174

Como seqüência da apuração, no quadro 6 apresenta-se o cálculo comparativo dos dois instrumentos.

Quadro 6

Comparativo de Montagem dos Instrumentos

Descrição — em R\$	Retorno sobre o Investimento		Lucro Residual	
	Ano 1	Ano 2	Ano 1	Ano 2
(1) Resultado Líquido ou RODIR	158.736	195.419	192.339	198.590
(2) Investimento	661.691	840.277	1.271.691	1.152.174
(3) % de Retorno = (1)/(2)	24,0	23,3	15,1	17,2
(4) Custo de Oportunidade	16,6	16,9	16,6	16,9
(5) % de Spread = (3)-(4)	7,4	6,4	-1,5	0,3
(6) Lucro Residual = (5)*(2)	NA	NA	-18.271	4.158

Como pode ser percebido, os métodos apresentam semelhanças e diferenças. No que se refere às **semelhanças**, devem ser ressaltadas:

- em ambos os casos tem-se a figura de um resultado para o período (o Lucro Líquido e o RODIR) como numerador;
- em ambos os casos o numerador (a informação que corresponde ao resultado) tem como denominador uma base de investimento (o Patrimônio Líquido no caso do Retorno sobre o Investimento e o Capital Investido no caso do Lucro Residual).

Quanto às **diferenças**, pode-se comentar que:

- embora ambos os métodos tenham resultados e investimentos a considerar, os respectivos conteúdos têm conceitos distintos, tanto pela abrangência como pelo relacionamento entre agentes. Dessa maneira, o Lucro Líquido utilizado na apuração do Retorno sobre o Investimento já foi reduzido pela despesa de juros, o que não se verifica com o RODIR, que corresponde ao resultado anterior aos juros. Nessas condições, o resultado obtido pelo Retorno sobre o Investimento indica o **retorno para o acionista**. O Lucro Residual, por sua vez, por capturar o custo de capital (tanto próprio como de terceiros), apresenta um resultado após todas as remunerações, o que proporciona a percepção de criação ou destruição de **valor para a entidade**;
- o Retorno sobre o Investimento corresponde a quanto se obtém a partir de um dado investimento (o recurso aportado pelo acionista, inferido por capital, reservas e lucros não distribuídos), enquanto o conceito de Lucro Residual é o que sobra depois de todas as remunerações reconhecidas. Como decorrência, no caso do Retorno sobre o Investimento, ele é gerenciado a partir de percentual, enquanto o Lucro Residual corresponde a valor monetário obtido;
- o custo de oportunidade é, no caso do Retorno sobre o Investimento, um referencial do acionista, ou seja, uma dada taxa que ele leva em consideração como alternativa para o seu investimento. O Lucro Residual considera a taxa que representa o custo ponderado de capital para a organização para o período considerado. Circunstantialmente, no exemplo criado, as taxas utilizadas são iguais.

ANÁLISE DE UM EXEMPLO NUMÉRICO — SIMULAÇÕES DE VARIAÇÕES

As alterações (quadro 7) foram escolhidas em decorrência do seu impacto sobre os negócios e por caracterizarem exemplos que ocorrem no dia-a-dia das organizações, afetando as **operações** (volume de vendas, preços, despesas e provisões), o **capital de giro** (alterações de dias de contas a receber e estoques) e os **investimentos** (aumento no permanente).

Quadro 7 Alterações nas Projeções

Volume de Vendas	-50%
Preços Praticados	-20%
Despesas de Propaganda e Publicidade	+50%
Provisão para Perdas com Incobráveis	De 1,5% para 10%
Saldo de Contas a Receber	+10 dias
Saldo de Estoques	+10 dias
Aumento do Permanente	+R\$ 100.000

Em decorrência das simulações propostas no quadro 7, os resultados foram apurados, mas pela simples questão de objetividade deste artigo eles serão apenas indicados sem a apresentação, no corpo do texto, dos quadros que permitem a sua apuração (que, no caso da situação-base, correspondem aos quadros 2 e 3). No referente às taxas de custo de oportunidade, por serem iguais para todas as simulações, serão apresentadas no quadro 8 e omitidas nos quadros de 9 a 15.

Quadro 8

Taxas de Custo de Oportunidade Utilizadas para o Cálculo

Descrição	Ano 1	Ano 2
Da Taxa de Retorno sobre o Investimento	16,6% ao ano	16,9% ao ano
Do Lucro Residual	16,6% ao ano	16,9% ao ano

Alteração do volume de vendas

Como pode ser observado no quadro 9, a simulação de redução de 50% no volume de vendas mostra, por ambos os indicadores, desempenho inferior àquele apresentado na situação-base. Pelos dois indicadores os gestores considerariam os resultados como não aceitáveis e teriam a preocupação de desenvolver ações de impacto ao perceber os *spreads* negativos obtidos por eles nos dois anos considerados.

Alteração do preço praticado

A simulação considera a redução de 20% no preço dos produtos e os resultados apurados pelos dois indicadores demonstram desempenho inferior àquele apresentado na situação-base, conforme consta no quadro 10. Analogamente ao item anterior, por ambos os indicadores, os

Quadro 9**Comparação de Resultados — Alteração do Volume de Vendas**

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano 1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	3,8	4,2	24,0	23,3
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	-12,8	-12,7	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	5,9	7,7	15,1	17,2
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-10,7	-9,2	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-136.071	-106.000		

gestores deixariam de aceitar os resultados e teriam a preocupação de desenvolver ações de impacto ao perceber os *spreads* negativos.

Quadro 10**Comparação de Resultados — Alteração do Preço Praticado**

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano 1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	5,9	7,9	24,0	23,3
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	-10,7	-9,0	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	7,3	8,4	15,1	17,2
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-9,3	-8,5	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-118.267	-97.935		

Alteração de despesas que representam saída de caixa

Uma vez simulada a alternativa de resultados que leva em conta o aumento de gastos na ordem de 50% em pro-

paganda e publicidade, os resultados apurados por ambos os indicadores demonstram desempenho inferior àquele apresentado na situação-base, conforme apresentado no quadro 11. Os *spreads* da taxa de Retorno sobre o Investimento são positivos, o que permite, de alguma maneira, sua aceitação pelos gestores, uma vez que superam o patamar do custo de oportunidade dos acionistas. Já os *spreads* obtidos pela abordagem do Lucro Residual são negativos, indicando destruição de valor. Neste caso existe, portanto, possibilidade de ambigüidade no entendimento por parte dos gestores sobre a real situação de desempenho da organização, tendo um dos indicadores alertado para a gravidade da situação, enquanto o outro não o fez.

Quadro 11**Comparação de Resultados — Alteração de Despesas que Representam Saída de Caixa**

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano 1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	18,0	18,6	24,0	23,3
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	1,4	1,7	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	12,8	14,5	15,1	17,2
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-3,8	-2,4	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-48.324	-27.652		

Alteração de despesas que não representam saída de caixa

O aumento da constituição de provisão para devedores duvidosos, de 1,5% para 10% do saldo de contas a receber, em situação que seja dedutível do imposto de renda⁽⁵⁾, provoca pequena mudança nos resultados, para ambos os instrumentos, dada a pequena magnitude da variação, como pode ser observado no quadro 12. Do ponto de vista de alerta, os *spreads* da taxa de Retorno sobre o Investimento são positivos, o que permite, de alguma maneira, sua aceitação pelos gestores, já que superam o patamar do custo de oportunidade dos acionistas. O *spread* obtido pela abordagem do Lucro Residual para o Ano 1 é praticamente nulo, o que proporciona pequena

criação de valor, e negativo no Ano 2, o que representa destruição de valor, sendo inaceitável para os gestores. O Lucro Residual acumulado para os dois anos é negativo. Neste caso existe, portanto, a possibilidade de ambigüidade no entendimento por parte dos gestores sobre a real situação de desempenho da organização, tendo um dos indicadores alertado para a gravidade da situação, enquanto o outro não o fez.

Quadro 12

Comparação de Resultados — Alteração de Despesas que Não Representam Saída de Caixa

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano 1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	22,5	22,8	24,0	23,3
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	5,9	5,9	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	15,3	17,3	15,1	17,2
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-1,3	0,4	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-16.532	4.609		

Alteração de investimentos em contas a receber

O aumento do prazo de recebimento em +10 dias mostra que ambos os indicadores apresentariam desempenho inferior ao da situação-base, como consta no quadro 13. Do ponto de vista de alerta, os *spreads* da taxa de Retorno sobre o Investimento são positivos, o que permite, de alguma maneira, sua aceitação pelos gestores, uma vez que superam o patamar do custo de oportunidade dos acionistas. Já o *spread* obtido pela abordagem do Lucro Residual é negativo no primeiro ano e igual a zero no segundo ano, o que representa destruição de valor, no horizonte de dois anos, sendo inaceitável para os gestores. Neste caso existe a possibilidade de ambigüidade no entendimento por parte dos gestores sobre a real situação de desempenho da organização, tendo um dos indicadores alertado para a gravidade da situação, enquanto o outro não o fez.

Quadro 13

Comparação de Resultados — Alteração de Investimentos em Contas a Receber

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano 1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	22,6	22,1	24,0	23,3
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	6,0	5,2	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	15,1	16,8	15,1	17,2
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-1,5	-0,1	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-19.075	-1.152		

Alteração de investimentos em estoques de produtos acabados

O aumento dos estoques de produtos acabados em +10 dias (quadro 14) provoca maiores gastos com o carregamento dos estoques. Quanto à ambigüidade dos indicadores, os comentários são exatamente os mesmos feitos no item anterior, embora numericamente diferentes.

Quadro 14

Comparação de Resultados — Alteração de Investimentos em Estoques de Produtos Acabados

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano 1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	22,1	21,0	24,0	23,3
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	5,5	4,1	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	15,4	16,0	15,1	17,2
<i>Spread</i> (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-1,2	-0,9	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-15.260	-10.370		

Alteração de investimentos no permanente

O aumento do permanente em R\$ 100.000,00 impacta negativamente o resultado (quadro 15). No que se refere à possibilidade de alerta, os comentários são os mesmos feitos no item anterior, embora numericamente diferentes.

Quadro 15

Comparação de Resultados — Alteração de Investimentos no Permanente

Descrição	Ano 1	Ano 2	Situação-base	
			Ano1	Ano 2
Retorno sobre o Investimento — %	21,0	21,0	24,0	23,3
Spread (Retorno — Custo de Oportunidade do Acionista) — %	4,4	4,1	7,4	6,4
Lucro Residual — % de Retorno	15,1	15,8	15,1	17,2
Spread (Retorno — Custo de Oportunidade da Entidade) — %	-1,5	-1,1	-1,5	0,3
Lucro Residual — R\$	-19.075	-12.674		

COMENTÁRIOS FINAIS

Ainda que não se pretenda a generalização, em decorrência de se tratar de um exemplo numérico específico, certas tendências observadas a partir das simulações podem ser mencionadas.

- Em alguns casos, é irrelevante o instrumento utilizado, já que ambos proporcionam o mesmo entendimento em termos de tendência. Nas simulações apresentadas, isso se verifica nas alternativas operacionais de alterações no volume de vendas e no preço praticado.
- Nos demais casos, dispor do Retorno sobre o Investimento ou, alternativamente, do Lucro Residual proporciona diferentes percepções sobre o *status* da empresa, como indicado no quadro 16, representando ambigüidade do ponto de vista de distintos instrumentos que avaliam diferentemente os resultados da organização.
- Considerando a questão qualitativa dos dois instrumentos, a análise do Retorno sobre o Investimento requer a

figura do custo de oportunidade do acionista, significando o quanto ele espera de retorno para comparar o patamar de retorno e aceitar ou não o resultado como adequado. Essa taxa não garante que a organização seja sábia no referente à criação de valor, já que o referencial do acionista pode ser superior ou inferior ao efetivo custo de financiamento da entidade. O Lucro Residual, por sua vez, ao considerar a taxa de custo de oportunidade da organização (no caso, o seu custo ponderado de capital), permite aos acionistas e gestores a percepção de criação ou destruição de valor, o que corresponde a fundamental elemento no gerenciamento de curto e longo prazos.

- Independentemente do método, percebe-se a importância da Contabilidade como fonte básica das informações, a partir das quais as decisões estratégicas e táticas são tomadas.

Quadro 16

Resumo dos Resultados

Tipo de Alteração	Tipo de Alerta	Possibilidade de Ambigüidade
Volume de vendas	Alerta por meio dos dois indicadores	Não foi constatada
Preço praticado	Alerta por meio dos dois indicadores	Não foi constatada
Despesas que representam saída de caixa	Alerta apenas por um dos indicadores	Pode ocorrer
Despesas que não representam saída de caixa	Alerta apenas por um dos indicadores	Pode ocorrer
Investimentos em contas a receber	Alerta apenas por um dos indicadores	Pode ocorrer
Investimentos em estoques de produtos acabados	Alerta apenas por um dos indicadores	Pode ocorrer
Investimentos no permanente	Alerta apenas por um dos indicadores	Pode ocorrer

Como consequência do exposto, destaca-se a vital importância da definição do indicador financeiro de longo prazo mais adequado, no sentido de reduzir a ambigüidade e a incerteza. Caso isso não ocorra, a organização poderá tomar decisões que afetem a sua estrutura de negócios e que não contribuam da maneira como ela acredita que estejam contribuindo para o sucesso da organização. ♦

NOTAS

- (1) Críticas citadas na versão de 1986 de sua obra, mas não encontradas na edição de 1998.
- (2) Além do termo Lucro Residual, pode-se encontrar o título Resultado ou Valor Residual. O termo *Economic Value Added* (EVA) corresponde a uma das vertentes da família Valor Residual, conforme identificado por Rappaport (1998).
- (3) Tradução literal por tratar-se, no idioma inglês, de um termo consagrado.
- (4) O comentário de Stewart (1991) refere-se exclusivamente à realidade de seu país, em que tais valores são tratados como gastos do período e não capitalizados; entretanto, é possível encontrar tanto esse tratamento quanto aquele que trata pesquisa e desenvolvimento como gasto capitalizado.
- (5) Essa alternativa não corresponde à realidade atual brasileira. O cálculo pretende mostrar o efeito que poderia ser obtido caso esse tipo de realidade fosse encontrado, independentemente do tipo de provisão.

RESUMO

Os indicadores financeiros de longo prazo são muito importantes para o gerenciamento de negócios e, ao mesmo tempo, é crítico o nível de confiabilidade que se tem deles. A apuração de um resultado entendido como positivo, por exemplo, deveria ocorrer independentemente do método escolhido. Se isso não for real, mudando-se o indicador a percepção de resultado também pode alterar-se, não permitindo ao gestor avaliar os resultados de maneira apropriada e tomar decisões. O objetivo neste artigo é analisar as prováveis diferenças de percepção quando são confrontados dois indicadores financeiros de longo prazo: o Retorno sobre o Investimento e o Lucro Residual. Como consequência da análise numérica desenvolvida, as conclusões indicam que, dependendo da combinação de resultados, a percepção de desempenho pode ser diferente para a mesma situação, sendo os gestores alertados ou não sobre a inadequação dos resultados obtidos.

Palavras-chave: indicador financeiro de longo prazo, lucro residual, retorno sobre o investimento, retorno sobre o patrimônio líquido.

ABSTRACT

Long-term financial metrics are very important for business management and, at the same time, their reliability is critical from the point of view of usage. The computation of results understood as positive should happen independently of the method that the company has chosen. If this is not true, a change in metric may lead to different perception of results, which does not allow the management to evaluate the entity in a proper way and take decisions. The goal of this paper is to analyze probable perception differences when two long-term financial metrics are confronted: Return on Investment and Residual Income. As a consequence of the numeric analysis, the conclusions indicate that, depending on the combination of results, performance perception may be different for the same situation and management may be alerted or not about the inadequacy of the results.

Uniterms: long term financial metric, residual income, return on investment, return on equity.

REFERÊNCIAS
BIBLIOGRÁFICAS

- ANSOFF, H. Igor (coord.). *Estratégia empresarial*. São Paulo, McGraw-Hill, 1977. [p.157-172]
- COPELAND, Tom et alii. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York, Wiley, 1995.
- RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value*. New York, Free Press, 1986.
- RAPPAPORT, Alfred. *Creating shareholder value*. Revised and updated. New York, Free Press, 1998.
- STEINER, George. *Strategic planning: what every manager must know*. New York, Free Press, 1979.
- STEWART, G. Bennett, III. *The quest for value*. New York, Harper Business, 1991.