

**A CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE VALOR EVA® EM UMA INSTITUIÇÃO DE
ENSINO SUPERIOR**

***THE EVA® VALUE GENERATION CAPACITY IN A HIGHER EDUCATION
INSTITUTION***

Simone Boruck Klein ^a; Marcelo Costa ^b; Marcia Regina da Silva Castelucio^c

^a Mestre em Administração. Fundação Pedro Leopoldo, Minas Gerais. E-mail: simoneboruck@uol.com.br

^b Mestrando em Administração pela Fundação Pedro Leopoldo, Minas Gerais. E-mail: marcadm7@gmail.com

^c Mestranda em Administração pela Fundação Pedro Leopoldo, Minas Gerais. Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ. E-mail: mcastelucio@gmail.com

Informações de Submissão

Recebido em 22 de Novembro de 2019.

Aceito em 20 de Março de 2020.

Publicado em 03 de Junho de 2020.

Palavras-chave

Direcionadores de Valor; Mensuração do
Valor; Valor Econômico Adicionado;
Instituição de Ensino Superior

Keywords

Value Drivers; Value Measurement;
Economic Value Added; Institution of
Higher Education.

Resumo

A expansão do ensino superior no Brasil gerou um investimento de grandes grupos empresariais no setor educacional ao longo dos últimos anos exigindo por parte das instituições de ensino superior uma gestão do desempenho econômico-financeiro para garantir o crescimento e a sustentabilidade do negócio. O presente artigo apresenta uma análise do desempenho de uma Instituição de Ensino Superior tendo como base o indicador de valor econômico adicionado EVA®. A empresa escolhida para tal estudo foi o grupo Ser Educacional que faz parte da lista das dez maiores empresas de ensino superior do país em 2017. O estudo demonstra que a empresa analisada não apenas gerou resultados operacionais superavitários, mas também produziu efetiva geração de valor para os acionistas, conforme ficou evidenciado a partir dos EVA positivos.

Abstract

The expansion of higher education in Brazil has generated an investment of large entrepreneurial groups in the education sector over the last few years, requiring higher education institutions to manage economic and financial performance to ensure business growth and sustainability. The present article presents an analysis of the performance of a higher education institution based on the EVA® economic value indicator added. The company chosen for such study was the group Ser Educacional which is one of the ten largest companies of higher education in the country in 2017. The study shows that the company analyzed not only generated surplus operating results, but also produced an effective generation of shareholder value, as evidenced by the positive EVA.

INTRODUÇÃO

Um cenário de incertezas políticas e econômicas desafia os negócios de todos os setores da economia distanciando cada vez mais as perspectivas de crescimento e retorno das empresas. O desafio das organizações contemporâneas para garantir uma posição no mercado é cada vez maior. A demanda por mais transparência e práticas éticas demonstram os anseios dos clientes internos e externos das organizações, bem como as novas visões de valores da sociedade contemporânea como responsabilidade social e ambiental mostram a necessidade de redefinições de propósitos, operações de processos e direcionamento para novos valores (Zavareh et al., 2012; Almquist et al., 2016). Em paralelo a isto, gestores financeiros e acionistas travam um confronto na busca por geração de valor ao capital investido e a busca por outros objetivos organizacionais como participação no mercado, crescimento de volumes, satisfação de clientes entre outros (Young & O'Byrne, 2003). O Valor Econômico Adicionado (EVA®) pode ser a ferramenta que alinha os interesses dos executivos e dos acionistas, na medida em que fornece aferição de resultados financeiros gerenciais e baseia-se na criação de valor aos acionistas, assim como pode ser vinculado à programa de remuneração, desenvolvendo um equilíbrio de interesses (Backes, 2002).

A geração de valor é um campo amplo de significados e objetivos. Todavia, neste estudo, a capacidade de geração de valor privilegia uma abordagem financeira e econômica, que visa garantir a sobrevivência e crescimento de longo prazo das organizações. Geração de valor por EVA® pode ser visto como uma ferramenta de gestão, um processo de avaliação auxiliar na tomada de decisões estratégicas, porém não avalia a dinâmica de mercado (Félix, Locatelli, Fernandes & Ramalho, 2016). O EVA® constitui-se de medida de desempenho, útil para decisões de alocação de capital, permite estabelecimento de metas para as divisões e departamentos e é uma ferramenta altamente eficaz de comunicação de usuários internos e externos (Young & O'Byrne, 2003).

Com a expansão do ensino superior nas últimas décadas e o consequente aumento do número de instituições privadas, acirrando a concorrência, ao longo do tempo muitas dessas Instituições de Ensino Superior (IES) se fundiram e passaram a se constituir na forma de empresas de educação de capital aberto onde a questão do desempenho econômico-financeiro é um aspecto de extrema relevância. Como estratégia de gestão, as IES passam a adotar indicadores para apurar e mensurar a geração de valor econômica agregado em busca de garantir a sobrevivência, o crescimento e a sustentabilidade do negócio.

Neste estudo, elegemos o grupo Ser Educacional – que compreende as instituições de ensino superior UNAMA - Universidade da Amazônia, UNG - Universidade, UNINASSAU - Centro Universitário Maurício de Nassau, Faculdade Maurício de Nassau, Faculdade Joaquim Nabuco, Faculdades Integradas do Tapajós - FIT e UNIVERITAS - Centro Universitário Universus Veritas – e faz parte do ranking das dez maiores empresas de ensino superior do país em 2017, conforme publicado pela Consultoria Hoper Educação em junho de 2018. Atualmente, a sua rede, distribuída em todos os estados do país com destaque para atuação nas regiões Norte, Nordeste e Sudeste, conta com uma base de aproximadamente 152 mil alunos. A maior parte das suas IES estão autorizadas pelo Ministério da Educação (MEC) não só para oferecer cursos de graduação presenciais como também na modalidade de ensino a distância (EAD). Desde 2013, as ações do Grupo a Ser Educacional são negociadas no Novo Mercado da B3 sob o código SEER3.

A proposta deste estudo teve como objetivo geral verificar se a empresa analisada gera ou destrói valor para os acionistas e quais são os principais fundamentos que levaram ao resultado verificado. Para tanto, foi utilizado o modelo EVA®, a partir do qual vários de seus indicadores componentes foram calculados e analisados. Foi utilizada a abordagem quantitativa, baseada em métodos estatísticos-econômicos, a partir de dados contidos nas demonstrações contábeis do grupo Ser Educacional e em outros indicadores disponíveis.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 EVA® e a noção do lucro econômico

O Valor Econômico Adicionado (EVA®), registrado pela consultoria Stern & Stewart Co., é apresentado como uma resposta às necessidades de medidas de desempenho que tem em sua essência a criação de riqueza para um empreendimento (MARTINS, 2006). Sua divulgação mais ampla ocorreu pela obra de Stewart (1991) que apresenta o EVA® como um lucro operacional líquido resultante da diferença entre o custo de oportunidade, que é o retorno mínimo aceitável dos investimentos, de todo o capital empregado. Tem como propósito avaliar a criação de valor ou destruição de valor do investimento.

Diferente da maioria das demais demonstrações financeiras e indicadores de desempenho, o EVA® inclui uma cobrança sobre o lucro que ocorre pelo custo de todo capital que uma empresa utiliza (EHRBAR, 1999). O EVA® “mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno do capital da empresa e o custo deste capital” (YOUNG &

O'BYRNE, 2003, p.5). Ainda para estes autores, o EVA® tornou-se uma inovação por trazer à Administração conceitos já existentes na teoria financeira e nos princípios financeiros, porém distantes ainda de gerentes no seu dia a dia. Sua grande diferença entre os outros indicadores é que ele leva em consideração o custo de todo o capital, seu objetivo é maximizar o valor criado pela empresa pelo alinhamento entre objetivos discrepantes além oferecer a dimensão sobre geração ou destruição de valor (FÉLIX ET AL., 2016).

As demonstrações financeiras oriundas das normas contábeis proporcionam informações que através delas pode-se medir desempenhos. Algumas medidas de desempenho tradicionais como: resultado do exercício, retorno sobre o investimento, retorno sobre o patrimônio líquido, retorno operacional sobre o investimento e lucro residual servem de origem para os indicadores de mensuração do valor. Portanto, todas as medidas contribuem para a eficácia da gerência, desde que utilizadas de forma adequada (Martins, 2006). Entretanto, o EVA® tem seu prestígio pela característica de conseguir medir diferentes níveis das organizações e traduzir estes resultados em ações que orientam todos os níveis organizacionais, desde que o NOPAT (lucro operacional líquido após imposto de renda) seja conhecido por divisões. Outro critério satisfatório deste indicador é que representa um fluxo e não um estoque. Como desvantagem está sua relação com os ajustes contábeis que devem ser realizados para avaliar corretamente a situação da empresa além de outra desvantagem que é a falta de padronização e regulamentação para seu cálculo (Backes, 2002; Martins, 2006).

De acordo com a literatura o cálculo do EVA® ocorre por alguns caminhos distintos em indicadores, porém equivalentes em seus resultados. O primeiro apresentado tem a seguinte fórmula:

$$EVA = NOPAT - (C\% * TC)$$

Onde:

- NOPAT= lucro operacional pós-impostos, que mede o lucro gerado pela empresa nas suas operações;
- C%= custo atribuído ao capital utilizado pela empresa (próprio e de terceiros);
- TC= capital total investido.

O segundo caminho para o cálculo do EVA®, é uma variação da equação anterior devido à legislação brasileira que já inclui o custo do capital de terceiros em despesas financeiras, portanto, sua adaptação pode ser expressa da seguinte maneira:

$$EVA = Lolai - (CCP\% * PL)$$

Onde:

- Lolai = lucro operacional líquido após os impostos;
- CCP% = custo do capital próprio (em porcentagem); e
- PL = patrimônio líquido.

Outra fórmula que apresenta o cálculo o EVA®, clássica na literatura internacional é a seguinte:

$$\text{EVA} = [\text{ROIC} - \text{WACC}] \times \text{Capital Investido}$$

Onde:

- ROIC = retorno sobre o capital investido (resultado da divisão do NOPAT operacional líquido após a dedução de imposto de renda pelo capital investido);
- WACC = custo médio ponderado de capital.

O EVA® destaca-se como importante indicador de desempenho sobre o total do capital investido, acionistas o utilizam como indicador e feedback que confirma ou refuta o acerto das decisões de alocação de capital, gerentes o utilizam como indicador de desempenho que servem de espelho para verificar se suas decisões e ações estão aumentando o valor do negócio (BACKES, 2003). Para Félix (2016), adiante das qualidades existentes no EVA® os investidores necessitam analisar outros índices em relação à empresa, visto que, mesmo em empresas com ótimos resultados no EVA®, o resultado à dinâmica de mercado pode ser desagradável.

2.2 Custo médio ponderado de capital

O custo de capital está presente nas fórmulas de cálculo do EVA® e, portanto, precisam ser melhor compreendidos e analisados. O comprometimento do capital, seja do investidor ou de capital de terceiros, proporciona um custo de capital. O custo de capital é a taxa de retorno que o provedor de capital espera como recompensa de seu investimento neste projeto em comparação com outro investimento possível de ter sido realizado, portanto é um custo de oportunidade (BACKES, 2002). Junto a um retorno de investimento alia-se o conceito de risco, onde mostra-se a questão de quanto estes investidores esperam de retorno para sentirem-se compensados pelo investimento efetuado e o risco corrido. Do ponto de vista do investidor, ocorre maior risco em obter a propriedade de uma empresa, seja por ações ou por capital próprio, do que os financiadores (credores) externos. Portanto um prêmio de risco deve existir acima da taxa de juros que a empresa paga aos credores externos. Outro fator importante é que

o custo do capital é baseado em retornos esperados, diferente dos custos históricos das demonstrações financeiras contábeis (YOUNG & O'BYRNE, 2003).

O cálculo do custo de capital leva em consideração não somente os custos de remuneração dos capitais, mas também o volume de cada uma destas fontes na estrutura de capital da organização. Assim, faz-se necessário o custo médio ponderado do capital, que é popularmente conhecido como WACC (Weighted Average Cost of Capital). Ele apresenta-se com a seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = (\text{dívida com credores/financiamento total}) \times (\text{custo da dívida junto a credores}) \times (1-T) + (\text{dívida com os acionistas/financiamento total}) \times (\text{custo do capital dos acionistas})$$

Onde:

- O financiamento total é a soma do valor de mercado dos títulos de dívidas emitidos contra terceiros e contra os acionistas e T é a alíquota do imposto de renda aplicada à empresa.

Isto quer dizer que o custo de capital fornece condições para que a empresa obtenha seus recursos financeiros no mercado de capitais, geralmente determinado por uma média dos cursos de oportunidade do capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores), sempre ponderado pelas respectivas proporções utilizadas de capital e líquidos do importo de renda (ASSAF NETO, LIMA & ARAÚJO, 2008). Isto resulta na fórmula a seguir apresentada:

$$\text{WACC} = K_c (E/(D+E)) + K_d (1-T_c) \times (D/(D+E))$$

Sendo:

- WACC = custo médio ponderado do capital;
- K_c = custo do capital próprio;
- K_d = custo do capital de terceiros (despesa financeira/dívida);
- T_c = alíquota de impostos sobre o resultado;
- E = capital próprio (E);
- D = Dívida (D).

Assim, para o cálculo do WACC torna-se necessário conhecer primeiro o volume da dívida junto aos credores em relação à estrutura de capital, valorado a mercado; depois o montante de capital próprio em relação à estrutura de capital, valorado a mercado; adicionar o custo da dívida com credores; verificar a alíquota de imposto de renda e o custo do capital próprio (YOUNG & O'BYRNE, 2003).

As variáveis necessárias para o cálculo do WACC são facilmente observáveis com exceção da identificação do custo do capital dos acionistas, que não se apresenta em contratos, como ocorre com o capital de terceiros, portanto requer um modelo para identificar como os ativos são precificados pelo mercado. O modelo mais popular é o CAPM - Modelo de Precificação de Ativos de Capital (*Capital Asset Pricing Model*) que tem a seguinte forma:

$$E = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

Onde:

- $E(R)$ = Retorno esperado sobre qualquer ativo de risco;
- R_f = Retorno sobre um ativo livre de risco;
- β = Medida do risco;
- $E(R_m)$ = Retorno esperado no mercado de ações.

O modelo CAPM, desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965), utiliza-se do β como parte de sua estrutura. O β é uma medida de risco sistemático, que mede a volatilidade do preço da ação de uma empresa em relação ao mercado como um todo. O coeficiente β mede a sensibilidade do retorno de um ativo às variações dos retornos de uma carteira representativa do mercado (FÉLIX ET AL., 2016). Além do Modelo de Precificação de Ativos de Capital CAPM existem outros modelos de precificação, o que mais se contrasta ao CAPM é o Modelo de precificação por Arbitragem (APM), ele segue a mesma lógica de recompensa por riscos sistemáticos não-diversificáveis, porém a principal diferença apresenta-se na consideração de múltiplos fatores de risco sistemático (YOUNG & O'BYRNE, 2003).

Portanto, para se apurar o Valor Econômico Adicionado (EVA®), necessita-se mensurar o custo médio ponderado de capital (WACC) e realizar um levantamento do capital investido. Este levantamento pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$CI = NCG + ANC$$

Onde:

- CI = capital investido;
- NCG = necessidade de capital de giro;
- ANC = ativo não circulante.

Além do Valor Econômico Adicionado (EVA®) inúmeras análises podem ocorrer a partir destes dados, como estimativas do custo de oportunidade de capital, retorno aos acionistas, estrutura de capital das empresas entre outras, fornecendo assim subsídios para tomadas de decisões (ASSAF NETO, 2010).

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da Pesquisa

O presente estudo traz os resultados de uma pesquisa quantitativa, caracterizada como tal por utilizar métodos estatísticos-econômicos e por testar teorias objetivas, examinando a relação entre variáveis (CRESWELL, 2010). Ainda que tenha aspectos descritivos, caracteriza-se mais proeminentemente quanto à natureza como um estudo explicativo, ao passo que busca mensurar e analisar as características econômico financeiras da empresa em análise, e ocorre *ex-post facto* (GIL, 2002).

3.2 Variáveis e procedimentos empregados

Para responder à questão de pesquisa levantada, foi utilizada a equação do EVA®. O custo de oportunidade de capital foi fornecido pelo WACC. Já o cálculo do custo do capital próprio foi obtido a partir do modelo CAPM, cujos componentes tiveram o seguinte detalhamento:

- Beta: estimado através da análise de regressão, com dados de cotações diárias dentro do período de análise (2015-2017), e retornos obtidos através de *log* retorno devido à suas propriedades estatísticas, tais como estacionariedade e ergodicidade. Foram calculados individualmente para cada ano do recorte temporal analisado.
- Taxa livre de risco: foi utilizado o Tesouro IPCA+ 2024 (antiga NTN-B), com vencimento em 15/08/2024 (BRASIL, 2018). Na data consultada sua taxa de rendimento era de 5,37% a.a. e sua escolha se deveu ao horizonte temporal mais breve e consequente maior aderência tanto ao cenário econômico atual quanto ao período de análise utilizado no estudo. Tendo em vista sua composição com o IPCA, foi adicionada o atual centro da meta de inflação de 4,5% a.a., perfazendo uma taxa livre de risco de 9,87% a.a.
- Prêmio de Risco: buscando preservar similaridade às práticas mais comuns no mercado, foi adotado prêmio de risco de 5% a.a.

O custo do capital de terceiros, outro componente do custo de oportunidade de capital, foi obtido por meio da razão entre despesas financeiras e o volume de capital de terceiros

(dívida). Os valores referentes às despesas financeiras e as alíquotas efetivas do Imposto de Renda e Contribuição Social foram extraídos das demonstrações de resultado publicadas pela empresa no período analisado.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O presente trabalho buscou verificar a ocorrência de geração de valor na empresa Ser Educacional, com base no modelo EVA®. Com este fim, foram calculados os componentes e subcomponentes necessários, assim como foi verificada a distribuição da estrutura de capital da empresa. Conforme destacado por Félix et al. (2016), maior uso de dívida apresenta potencial de geração de valor para a empresa, mas existem casos em que os efeitos dos riscos de “dificuldades financeiras” podem suplantam tais ganhos. Iniciamos as análises dos dados deste estudo verificando os percentuais de utilização de capital próprio e capital de terceiros.

A Tabela 1 demonstra a estrutura de capital da empresa analisada, ao longo dos 3 anos do recorte.

Tabela 1 - Estrutura de Capital

	2015	2016	2017
Capital Próprio	40,96	47,08	60,15
Capital de Terceiros	59,04	52,92	39,85

Fonte: Elaborada pelos autores.

É possível observar que a empresa promoveu a inversão dos percentuais de sua estrutura de capital, que em 2015 apresentava prevalência de capital de terceiros e em 2017, invertia tal predomínio. Sob a perspectiva do custo do capital, enquanto as taxas que remuneram o capital próprio mantiveram-se estáveis, as do capital de terceiros apresentaram expressiva volatilidade, com pico em 2016 e expressiva redução que trouxe ao menor índice do período, em 2017. Tais informações estão demonstradas na Tabela 2 a seguir.

Tabela 2 - Custo do Capital Próprio X Custo do Capital de Terceiros (%)

	2015	2016	2017
Capital Próprio	14,36	14,39	14,45
Capital de Terceiros	5,81	6,90	5,37

Fonte: Elaborada pelos autores.

É importante também salientar que, no período analisado, os resultados operacionais forneceram retorno superavitário em relação ao custo de oportunidade de capital, formando *spreads* percentuais relevantes, demonstrados na Tabela 3.

Tabela 3 - ROIC – WACC – SPREAD

	ROIC	WACC	Spread
2015	14,44	9,13	5,31
2016	19,82	10,36	9,46
2017	17,50	10,80	6,71

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir dos *spreads* obtidos, e considerando os montantes de capital investidos, disponíveis na Tabela 04 foi feito o cálculo do EVA® dos anos que compõem o período analisado.

Tabela 4 - Capital Investido

	2015	2016	2017
Capital Investido	1.430.936	1.471.063	1.437.298

Fonte: Elaborada pelos autores.

É relevante destacar que os totais de capital investido por ano não sofreram grandes variações, ainda que tenham sido maiores no ano de 2016 em relação aos demais. Isso reforça a hipótese de que houve ganho de eficiência operacional na empresa analisada, tendo em vista que com volume parecido de recursos, houve maior superávit operacional, acompanhada de efetiva geração de valor para o acionista. Essa constatação fica denotada pelos valores positivos do EVA® nos três anos do recorte analisado, conforme dados da Tabela 5. Destaca-se especialmente o ano de 2016, onde mesmo ponderadas as condicionantes que o modelo em questão considera, houve expressiva evolução na geração de valor para o acionista.

Tabela 5 - Geração de valor baseada no modelo EVA®

	2015	2016	2017
EVA®	75.991	139.171	96.419

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por fim, fica demonstrada na Tabela 6 a evolução percentual dos componentes da fórmula do EVA®. A partir desses dados, buscou-se avaliar a partir de onde efetivamente ocorreu a constatada geração de valor.

Tabela 6 - Evolução percentual dos componentes do EVA

	2015-2016	2016-2017	Todo o período
Capital Investido	2,80	-2,29	0,44
Spread	78,15	-29,06	26,37
<i>ROIC</i>	37,25	-11,70	21,19
<i>WACC</i>	13,47	4,24	18,29
EVA®	83,14	-30,71	26,89

Fonte: Elaborada pelos autores.

É notória a similaridade das evoluções percentuais do *spread* e do próprio EVA®. Ambos se expandiram e se retraíram em percentuais parecidos, gerando um percentual líquido semelhante no final do período. Já o capital investido, conforme citado anteriormente, teve alterações mínimas ao longo do período e evolução praticamente residual se consideramos todo o recorte.

Tais constatações levam ao entendimento de que a evolução dos ganhos de eficiência operacional obtidos pela empresa analisada no período foi mais robusta do que o crescimento dos custos do capital.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

É necessária maior clareza na forma de pensar e implementar o EVA®, buscar uma visão sem exageros gerados por consultorias, mas uma visão que pode ser utilizada para implementar um EVA® vinculado ao planejamento, aos orçamentos operacionais e também a planos de remuneração de administradores (YOUNG & O'BYRNE, 2003).

Neste trabalho foi possível observar que a empresa analisada não apenas gerou resultados operacionais superavitários, mas também produziu efetiva geração de valor para os

acionistas, conforme ficou evidenciado a partir dos EVA positivos. O crescimento do ROIC foi preponderante para este resultado, mostrando-se suficiente para fazer frente ao também observado crescimento do WACC. Neste aspecto, é necessário observar que a política empreendida pela organização no sentido de aumentar o uso de capital próprio para seu financiamento, frente ao capital de terceiros, não se mostrou coerente com as taxas que impactaram os custos de cada modalidade no período. Certamente, no caso em epígrafe, o maior uso de capital de terceiros teria gerado EVA ainda mais expressivos.

O aprofundamento das análises concernentes à relação entre estrutura de capital e geração de valor, especialmente através de ferramentas estatísticas mais robustas, ficam como sugestões para futuros estudos decorrentes.

REFERÊNCIAS

ALMQUIST, E.; SENIOR, J.; BLOCH, N. The elements of value. **Harvard Business Review**, v. 94 n. 9, p. 47-53, 2016.

ASSAF NETO, A.; LIMA, G. F.; ARAÚJO, P. A. M. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 43 n.1, 2008.

ASSAF NETO, A. A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2010.

BACKES, J. A. EVA® ®: valor econômico agregado. **ConTexto**, v. 2 n.3, p. 1-14, 2002.

BRASIL. **Rentabilidade dos Títulos Públicos**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-precos-e-taxas-dos-titulos>>. Acesso em: 16 out. 2018.

CRESWELL, J. W. **Projeto de Pesquisa**. Porto Alegre: Artmed, 2010.

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

FÉLIX, F. S.; LOCATELLI, R. L.; FERNANDES, J. F.; RAMALHO, W. Construção civil no Brasil: Criando ou destruindo valor? **Revista de Gestão e Projetos-GeP**, n. 7 v.1, p. 70-82, 2016.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **The Review of Economics and Statistics**. v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.

MARTINS, W. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de estudos**, v. 13, n. 24, 28-37, 2000.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance**, v. 19 n. 3, p. 425-442, 1964.

STEWART, G. B. **The Quest for value**: The EVA. TM management guide. New York: Harper Business, 1991.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor**: Guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZAVAREH, F. B.; ARIFF, M. S. M.; JUSOH, A.; ZAKUAN, N.; BAHARI, A. Z.; ASHOURIAN, M. (2012). E-service quality dimensions and their effects on e-customer satisfaction in internet banking services. **Procedia-social and behavioral sciences** v. 40, p. 441-445, 2012.