

A background network diagram consisting of numerous grey nodes connected by thin lines, forming a complex web. A large, light grey diagonal shape, resembling a stylized 'e' or a folded page, is overlaid on the network.

Desenvolvimento econômico-financeiro empresarial: Análise, avaliação e controle

Organizadores:
Leandro Araújo Wickboldt
Josicleide de Amorim Pereira Moreira
Cícero de Sousa Lacerda

ISBN: 978-85-5597-019-1

Desenvolvimento econômico-financeiro empresarial: análise e controle

Leandro Araújo Wickbolt
Josicleide de Amorim Pereira Moreira
Cícero de Sousa Lacerda
(Organizadores)

Instituto de Educação Superior da Paraíba - IESP

Cabedelo
2017



INSTITUTO DE EDUCAÇÃO SUPERIOR DA PARAÍBA – IESP

Diretora Geral

Érika Marques de Almeida Lima Cavalcanti

Diretora Acadêmica

Iany Cavalcanti da Silva Barros

Diretor Administrativo/Financeiro

Richard Euler Dantas de Souza

Editores

Cícero de Sousa Lacerda

Hercilio de Medeiros Sousa

Jeane Odete Freire Cavalcante

Josemary Marcionila Freire Rodrigues de Carvalho Rocha

Corpo editorial

Antônio de Sousa Sobrinho – Letras

Daniel Vitor da Silveira da Costa – Publicidade e Propaganda

Hercilio de Medeiros Sousa – Computação

José Carlos Ferreira da Luz – Direito

Marcelle Afonso Chaves Sodré – Administração

Maria da Penha de Lima Coutinho – Psicologia

Rafaela Barbosa Dantas – Fisioterapia

Rogério Márcio Luckwu dos Santos – Educação Física

Thiago BizerraFideles – Engenharia de Materiais

Thiago de Andrade Marinho – Mídias Digitais

Thyago Henriques de Oliveira Madruga Freire – Ciências Contábeis

Copyright © 2017 – Editora IESP

É proibida a reprodução total ou parcial, de qualquer forma ou por qualquer meio. A violação dos direitos autorais (Lei nº 9.610/1998) é crime estabelecido no artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta publicação é de inteira responsabilidade do(os) autor(es).

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Biblioteca Padre Joaquim Colaço Dourado (IESP)

D451	Desenvolvimento econômico-financeiro empresarial: análise e controle [recurso eletrônico]/ organizadores: Leandro Araújo Wickbolt, Josicleide de Amorim Pereira Moreira, Cícero de Sousa Lacerda. Cabedelo: Editora IESP, 2017. 112 p. ISBN: 978-85-5597-019-1 1. Contabilidade gerencial. 2. Contabilidade de empresas. 3. Administração. 4. Controladoria. 5. Economia. I. Título CDU 657.05
------	---

Bibliotecária: Elaine Cristina de Brito Moreira – CRB-15/053

Editora IESP

Rodovia BR 230, Km 14, s/n,
Morada Nova. Cabedelo - PB.
CEP 58109-303

APRESENTAÇÃO DOS ORGANIZADORES E AUTORES

Cícero de Sousa Lacerda

Doutorando do Programa Regional de Pós-Graduação em Desenvolvimento e Meio Ambiente da Universidade Federal da Paraíba - UFPB. Mestre em Recursos Naturais pela Universidade Federal de Campina Grande - UFCG. Especialista em Ciências Ambientais pela Faculdade Integrada de Patos - FIP. Possui graduação em Turismo com ênfase em Hotelaria pela Associação Paraibana de Ensino Renovado. Atualmente é professor e coordenador do curso de Turismo do Instituto de Educação Superior da Paraíba – IESP, e coordenador de Pesquisa, Extensão e Responsabilidade Social do Instituto de Educação Superior da Paraíba – IESP.

Josicleide de Amorim Pereira Moreira

Possui mestrado em Gestão nas Organizações Aprendentes pela Universidade Federal da Paraíba - UFPB. Especialista em Contabilidade e Controladoria pelo Centro Universitário de João Pessoa - UNIPÊ. Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba - UFPB. Atualmente é docente no curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Alagoas - UFAL.

Leandro Araújo Wickboldt

Mestre em Contabilidade com ênfase em Finanças Corporativas pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS. Administrador de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUCRS. Atualmente é professor Assistente nos cursos de Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Alagoas - UFAL.

APRESENTAÇÃO DOS DEMAIS AUTORES

Amanda Batista de Araújo

Graduada em Administração pela Faculdade Maurício de Nassau João Pessoa. Graduanda em Ciências Atuariais pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB).

Deise Mendes Henriques Villar

Especialista em Gestão Financeira e Auditoria pela Faculdade Nossa Senhora de Lourdes.

Edvando Fernandes Gomes

Doutor em Ciências Administrativas pela Universidad San Carlos – USC. Mestre em Administração (Organizações e Recursos Humanos) pela Universidade Federal da Paraíba – UFPB. Bacharel em Administração de Empresas pela Universidade Federal da Paraíba - UFPB. Consultor em Gestão.

George Rogers Andrade Silva

Especialista em Marketing pela Universidade Candido Mendes Rio de Janeiro. Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba - UFPB. Atualmente é Coordenador e professor do curso de Ciências Contábeis da Faculdade Maurício de Nassau em João Pessoa-PB.

Hilton Freire do Nascimento

Doutorado em Ciências Administrativas pela Universidad San Carlos – USC. Mestrado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal da Paraíba – UFPB. Pós-Graduando em Gestão de Pessoas na UNICOOP. Bacharelado em Administração pelo Centro Universitário de João Pessoa - UNIPÊ. Atuação como Professor e Coordenador do Curso de Administração da Faculdade Maurício de Nassau - Unidade João Pessoa - PB. Professor em Cursos de Pós-Graduação – MBAs. Diretor Executivo da UNICORP e Coordenador Geral dos Cursos de Pós-Graduação, MBAs, Mestrados e Doutorados.

Lays Gabriela Gouveia Barros

Graduada em Administração pela Faculdade Maurício de Nassau – João Pessoa.

Maria do Rosário da Silva

Especialista em Auditoria, Controladoria e Gestão Financeira - CESAMA. Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual de Alagoas. Atualmente é professora do curso de Ciências Contábeis na Universidade Federal de Alagoas – UFAL, Unidade Santana do Ipanema, atuando na área de Contabilidade de Custos, Gerencial, Ambiental e Rural. Também é Membro dos grupos de pesquisas: 1º - Políticas Públicas, Controle Social e Movimentos Sociais e o 2º - Centro de Estudo sobre Ecodesenvolvimento e Agroecologia (CEEA).

Maurício de Siqueira Silva

Mestre em Extensão Rural e Desenvolvimento Local pela Universidade Federal Rural de Pernambuco - UFRPE. É graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal Rural de Pernambuco – UFRPE. Atualmente é aluno especial do doutorado em Serviço Social pela Universidade Federal de Alagoas - UFAL. É Professor de Economia da Universidade Federal de Alagoas – UFAL, onde também é membro do grupo de pesquisa Centro de Estudo sobre Ecodesenvolvimento e Agroecologia (CEEA).

Patrícia da Fonseca Araújo de Albuquerque

Especialista em Gestão Financeira e Auditoria pela Faculdade Nossa Senhora de Lourdes.

Victor Chacon de Figueiredo

Economista pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Administrador pela Faculdade Maurício de Nassau João Pessoa e Especialista em Gestão empresarial pela Faculdade Nossa Senhora de Lourdes.

PREFÁCIO

Hordienamente, tem-se recorrido a diversos instrumentos que fundamentem as decisões que são tomadas no âmbito empresarial. Isso se dá pelo fato de que uma decisão errada poderá por em risco a perenidade do negócio. Por essas vias, as empresas têm buscado adotar ferramentas que possibilitem a permanência e a competitividade de suas atividades no mercado acionário e econômico. Para tanto, coloca-se a análise financeira como uma das consagradas ferramentas para auxiliar na tomada de decisão dos gestores.

Por outro lado, as reorganizações societárias, fusões e cisões são cada vez mais frequentes diante de uma economia globalizada. Perante isso, faz-se necessário identificar o valor justo das organizações. Para chegar a esse valor justo são adotados vários métodos como o do fluxo de caixa descontado a valor presente e aos de natureza estritamente contábil. Tais métodos se esmeram em apresentar valores mais próximos da realidade da empresa, servindo-se, portanto, de subsídio para esta avaliação.

Ademais, vê-se, constantemente, uma busca por práticas que contribuam para a geração de valor da empresa. Nesse diapasão, congrega-se o setor financeiro, o controle interno e a governança corporativa, no sentido de maximizar o grau de confiabilidade dos investidores e assim, agregar valor a organização.

Por tudo isso e frente às necessidades informacionais, dos dias atuais, conhecer o desempenho econômico-financeiro é uma questão *sin quo non* para todas as organizações. Logo, proceder à análise, a avaliação, bem como o controle dos negócios é uma condição essencial para a sustentabilidade e perpetuidade empresarial.

Em face da importância do exposto, a proposta deste livro é divulgar os resultados de alguns trabalhos realizados por alunos, dos cursos de Graduação em Administração e Especialização em Gestão Empresarial e Gestão Financeira e Auditoria das Faculdades Maurício de Nassau João Pessoa e Nossa Senhora de Lourdes, sendo editado a partir dos Trabalhos de Conclusão de Curso - TCC que envolvem essas temáticas.

Assim, no capítulo 1, Lays Gabriela Gouveia Barros, Leandro Araújo Wickboldt e George Rogers Andrade Silva, apresentam a análise financeira como ferramenta de apoio à tomada de decisão, a partir de um estudo de múltiplos casos referente à Ambev, Petrobras e Vale.

Já no capítulo 2, Victor Chacon de Figueiredo, Edvando Fernandes Gomes e Hilton

Freire do Nascimento, abordam sobre a importância do potencial gerador de valor no processo de avaliação empresarial.

No capítulo 3, Amanda Batista de Araújo, Leandro Araújo Wickboldt e Maurício de Siqueira Silva, versam a respeito da governança corporativa por meio de um estudo sobre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa por sociedades de economia mista.

O capítulo 4 trata da importância do controle interno para a gestão de recursos financeiros a partir de um estudo de caso em uma indústria têxtil, realizado por Patrícia da Fonseca Araújo de Albuquerque, Edvando Fernandes Gomes e Maria do Rosário da Silva. Por fim, no capítulo 5, Deise Mendes Henriques Villar, Edvando Fernandes Gomes e Josicleide de Amorim Pereira Moreira, discorrem acerca da importância do setor de contas a pagar para a gestão financeira das organizações.

SUMÁRIO

	ANÁLISE FINANCEIRA COMO FERRAMENTA DE APOIO À TOMADA DE DECISÃO: um estudo de múltiplos casos referente à Ambev, Petrobras e Vale.....	12
	1 INTRODUÇÃO.....	12
	1.1 OBJETIVOS.....	15
	1.1.1 Objetivo Geral.....	15
	1.1.2 Objetivos Específicos.....	15
	2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	15
	2.1 PRINCIPAIS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	15
	2.1.1 Balanço patrimonial (BP).....	16
	2.1.2 Demonstração do resultado do exercício (DRE).....	17
	2.2 A ANÁLISE FINANCEIRA TRADICIONAL.....	18
	2.2.1 Índices financeiros e econômicos.....	18
C	2.2.1.1 Índices financeiros.....	19
	2.2.1.1.1 Índices de liquidez.....	20
A	2.2.1.1.1.1 Índice de liquidez corrente (ILC).....	21
	2.2.1.1.1.2 Índice de liquidez seca (ILS).....	21
	2.2.1.1.1.3 Índice de liquidez geral (ILG).....	21
P	2.2.1.1.2 Índices de endividamento.....	22
	2.2.1.1.2.1 Índice de endividamento geral (IEG).....	23
Í	2.2.1.1.2.2 Índice composição do endividamento (ICE).....	24
	2.2.1.2 Índices econômicos.....	24
T	2.2.1.2.1 Índices de rentabilidade.....	25
	2.2.1.2.1.1 Margem operacional (MO).....	25
	2.2.1.2.1.2 Margem líquida (ML).....	25
U	2.2.1.2.1.3 Retorno sobre o ativo (ROA).....	26
	2.2.1.2.1.4 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).....	26
L	2.2.2 Análises horizontal e vertical.....	27
	2.2.2.1 Análise horizontal (AH).....	28
O	2.2.2.2 Análise vertical (AV).....	28
	2.3 INDICADORES DO MERCADO DE CAPITAIS.....	29
	2.3.1 Valor de mercado da ação (P).....	29
	2.3.2 Valor patrimonial da ação (B).....	30
1	2.3.3 Price to book (P/B).....	30
	3 METODOLOGIA.....	31
	4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	33
	4.1 AMBEV.....	33
	4.1.1 Demonstrações financeiras da Ambev.....	34
	4.1.2 Análise financeira da Ambev.....	35
	4.2 PETROBRAS.....	37
	4.2.1 Demonstrações financeiras da Petrobras.....	38
	4.2.2 Análise financeira da Petrobras.....	39
	4.3 VALE DO RIO DOCE.....	41
	4.3.1 Demonstrações financeira da Vale.....	42
	4.3.2 Análise financeira da Vale.....	43
	4.4 ANÁLISE CONJUNTA DA AMBEV, PETROBRAS E VALE.....	45
	5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	46

	REFERÊNCIAS.....	48
	A IMPORTÂNCIA DO POTENCIAL GERADOR DE VALOR NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO EMPRESARIAL.....	51
	1 INTRODUÇÃO.....	51
	2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	52
C	2.1 ANÁLISE DE VALOR.....	53
A	2.2 AVALIACAO EMPRESARIAL.....	54
P	2.2.1 Modelos de avaliação.....	54
Í	2.2.1.1 Modelo de avaliação patrimonial contábil.....	55
T	2.2.1.2 Modelo da avaliação patrimonial pelo mercado.....	55
U	2.2.1.3 Modelo baseado no preço/lucro das ações similares.....	56
L	2.2.1.4 Modelo da capitalização dos lucros.....	56
O	2.2.1.5 Modelo baseado no EVA (<i>Economic Value Added</i>).....	56
	2.2.1.6 Modelo do fluxo de caixa livre operacional (<i>Modelo of Free Operating Cash Flow</i>).....	56
	2.2.1.7 Modelo do valor econômico da empresa.....	57
2	2.2.1.8 Modelo do fluxo de caixa descontado.....	59
	2.2.2 Levantamento da aplicação prática dos modelos de avaliação.....	59
	3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	61
	4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	61
	REFERÊNCIAS.....	63
	GOVERNANÇA CORPORATIVA: um estudo sobre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa por sociedades de economia mista.....	65
C	1 INTRODUÇÃO.....	65
A	2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	67
P	2.1 CONCEITOS E OBJETIVOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA..	68
Í	2.2 DETERMINANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	69
T	2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	70
U	2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA.....	71
L	2.5 NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA....	73
O	3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	76
3	4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	77
	5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	80
	REFERÊNCIAS.....	82
	A IMPORTÂNCIA DO CONTROLE INTERNO PARA A GESTÃO DE RECURSOS FINANCEIROS: um estudo de caso em uma indústria têxtil.....	85
C	1 INTRODUÇÃO.....	85
A	2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	86
P	2.1 CONTROLE INTERNO.....	86
Í	2.1.1 Tipos de controle interno.....	88
T	2.2 GESTÃO FINANCEIRA.....	89
U	2.2.1 Controle das disponibilidades (caixa e bancos).....	90
L	2.2.2 Controle do Contas a Receber.....	90
O	2.2.3 Controle de Contas a Pagar.....	91
	3 METODOLOGIA.....	92

	4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....	92
4	5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	94
	REFERÊNCIAS.....	95
	A IMPORTÂNCIA DO SETOR DE CONTAS A PAGAR PARA GESTÃO FINANCEIRA DAS ORGANIZAÇÕES.....	97
	1 INTRODUÇÃO.....	97
	2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	98
	2.1 ORGANIZAÇÕES.....	98
	2.1.1 Setores de uma organização.....	100
C	2.1.1.1 Produção ou de operações.....	100
A	2.1.1.2 Marketing e vendas.....	100
P	2.1.1.3 Recursos humanos ou de gestão de pessoas.....	100
Í	2.1.1.4 Financeiro.....	101
T	2.1.1.5 Contábil.....	101
U	2.1.2 Sistemas interligados entre as áreas.....	101
L	2.2 GESTÃO FINANCEIRA.....	102
O	2.2.1 Fluxo de caixa.....	103
	2.2.2 A estruturação organizacional do setor financeiro.....	104
5	2.2.3 Contas a receber.....	104
	2.2.3.1 Análise de crédito.....	105
	2.2.4 Contas a pagar.....	106
	2.2.4.1 Política interna para pagamentos.....	107
	2.2.4.2 Registros da despesa a pagar em sistema.....	108
	2.2.4.3 Conciliação Bancária.....	109
	3 METODOLOGIA.....	109
	4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	110
	REFERÊNCIAS.....	111

1 INTRODUÇÃO

A análise financeira, segundo Padoveze (2010), pode ser denominada de diversas formas: análise das demonstrações contábeis, análise de balanço e análise das demonstrações financeiras. Neste estudo, será utilizado o termo análise financeira por uma questão de padronização.

Matarazzo (2010) identificou que a análise financeira teve o seu começo e desenvolvimento no interior do sistema bancário no final do século XIX, quando os banqueiros americanos requeriam os balanços das empresas que desejavam obter empréstimo. No entanto, é presumível que neste período os balanços eram verificados apenas de forma superficial sem qualquer técnica analítica ou até mesmo alguma tentativa de medição quantitativa.

Já por volta do início do século XX, segundo Myer (1972), é constatada a medição quantitativa das demonstrações pelos banqueiros, onde se destacou a contribuição de Alexandre Wall – considerado o “pai” da análise financeira – que desenvolveu vários índices para que esta medição fosse realizada.

Infere-se que a análise financeira emergiu por motivos práticos, revelando-se posteriormente como um poderoso instrumento informativo uma vez que auxilia aos diversos usuários na tomada de decisão. Para tanto, a análise financeira fornece uma série de informações sobre o desempenho, eficiência na utilização dos recursos, pontos fortes e fracos, situação econômico-financeira, evoluções e dentre outras.

Marion (2010) defende que o aperfeiçoamento da análise financeira culminou em uma metodologia de análise, uma vez que obedece a uma sequência lógica para chegar à tomada de decisão. Inicialmente extraem-se os índices das demonstrações contábeis (Balanço

Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício etc.), posteriormente compara com anos anteriores e com padrões pré-estabelecidos obtendo conclusões e, por fim, toma-se a decisão.

Para Assaf Neto (2007), o usuário da informação financeira pode ser qualquer pessoa física ou jurídica que tenha interesse no desempenho econômico-financeiro, operacional ou mercadológico da empresa, podendo ser a diretoria, um banco, um fornecedor, um acionista atual ou potencial.

Os interesses dos usuários da informação podem variar. No que tange aos acionistas (investidores), eles buscarão investigar e diagnosticar, principalmente, o desempenho econômico-financeiro e mercadológico da empresa a fim de avaliar se o retorno do investimento é compatível com suas expectativas. Portanto, a partir da análise financeira, o acionista poderá decidir em manter ou aumentar seu capital na empresa, ao contrário realizará suas posições (venderá suas ações).

Já os fornecedores de mercadorias necessitam da análise financeira para conhecer acerca da capacidade de pagamento de seus clientes. No que se refere ao governo também é um dos adeptos da análise financeira, uma vez que a utiliza para acompanhar o desempenho da economia do país. E, finalmente, os bancos usam a análise financeira para minimizar o risco de crédito, uma vez que essa ferramenta proporciona um conhecimento maior da empresa tomadora de crédito, para que possa realizar o empréstimo com mais segurança.

Por sua vez, usuários internos são: os administradores de empresas e os empresários, que por meio da análise financeira conseguem obter um conjunto de informações das quais servirá de apoio complementar na tomada de decisões, como também subsidio na formulação de estratégias de curto, médio e longo prazo. Além disto, a análise financeira permite avaliar os erros e acertos da gestão passada, identificar as correções na gestão atual, como também, criar perspectivas de melhorias para o futuro da empresa (REIS, 2006; MATARAZZO, 2010).

Quando as ações da empresa são negociadas publicamente, a análise financeira tem sua importância potencializada, defende Assaf Neto (2010). Isto porque, os acionistas que adquirem essas ações tornam-se coproprietários de uma pequena fração do capital da empresa, tendo direito à participação em seu resultado, que pode ser tanto lucro quanto prejuízo. Então, se percebe que o risco é inerente a esse tipo de investimento. Os investidores devem, para minimizar esse risco, não escolher ações baseados somente na intuição e palpites, mas sim, utilizar ferramentas como suporte para minimizar incertezas nas tomadas de decisão.

Uma dessas ferramentas que auxilia os investidores é a análise financeira. Essa técnica vale-se um conjunto de índices que aponta para a tendência de lucros futuros ou indícios de dificuldades. Então, a vista disto, este trabalho tem o intuito de responder a seguinte pergunta: **Tomando como base a ferramenta de análise financeira, qual das empresas: Ambev, Petrobras ou Vale apresentam a melhor alternativa de investimento?**

Assim, o presente estudo busca empregar a análise financeira nas três maiores empresas brasileiras, em valor de mercado, e que possuem ações negociadas no mercado de capitais (Bolsa de Valores de São Paulo), com o intuito de sinalizar o nível de atratividade do investimento potencial que elas representam.

As três empresas que têm o maior valor do mercado no Brasil são: Ambev, Petrobras e Vale do Rio Doce. Dentre elas, buscar-se-á indicar qual a mais atrativa para o investimento em ações, tomado como base seus desempenhos econômico-financeiros dos últimos 3 anos (2012, 2013 e 2014). Além de serem as maiores, as três empresas também reúnem, aproximadamente, 500 mil investidores entre pessoas físicas, jurídicas e investidores institucionais (BM&F BOVESPA, 2015).

Com o estudo, busca-se verificar se o crédito depositado às três empresas condiz com seu desempenho alcançado. Isto porque, muitas vezes o sucesso empresarial e a solidez financeira são avaliados de forma emocional, conduzidos por opiniões de analistas, pela importância da empresa no cotidiano e pela representatividade da marca junto à opinião pública.

Então, pode-se perceber que a análise financeira é amplamente aceita no meio empresarial, uma vez que essa ferramenta é importante para os *stakeholders* devido ao suporte proporcionado aos usuários sobre qual direção seguir. Além disto, a análise financeira está presente na matriz curricular como disciplina educacional, se enquadrando na área de finanças e contabilidade. Sendo assim, o presente tema foi escolhido – análise financeira como ferramenta de apoio tomada de decisão – ao verificar a importância que esta análise traz tanto para as pessoas do mundo corporativo como universitário, fundamentando sua importância para que eles expandam mais os seus conhecimentos teóricos e práticos sobre o assunto.

O restante do estudo está dividido nas seguintes partes: na segunda parte serão descritas as demonstrações disponíveis aos analistas, bem como a discussão sobre os índices utilizados; na terceira parte será elucidada a metodologia para realização da pesquisa; na

quarta parte serão apresentados os resultados da pesquisa e; na quinta parte as considerações finais.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral

Investigar, por meio da análise financeira, dentre as três empresas brasileiras com maior valor de mercado a atratividade para o investimento.

1.1.2 Objetivos Específicos

- Levantar, com a análise financeira, os principais índices para fins de avaliação das três empresas;
- Apresentar os principais índices do mercado de capitais para avaliação das ações existentes;
- Selecionados os principais índices calcula-los e interpreta-los baseado na teoria do presente estudo;
- Constatar qual das três empresas apresenta mais atratividade ao investimento.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A seção 2 tem como finalidade apresentar o conteúdo encontrado em pesquisa bibliográfica sobre tema. Na primeira parte apresentam-se as principais demonstrações a disposição dos analistas e na segunda parte as técnicas de análise desses relatórios.

2.1 PRINCIPAIS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Das demonstrações financeiras utilizadas para a análise, destacam-se o Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultado, a seguir elas são apresentadas.

2.1.1 Balanço patrimonial (BP)

Segundo Iudícibus e Marion (2008), o BP é uma demonstração contábil que evidencia em uma determinada data, a posição patrimonial e financeira da empresa de forma qualitativa e quantitativa.

Esta demonstração é subdividida em duas colunas: a coluna do lado esquerdo, chamado de ativo, e a coluna do lado direito, conhecida como passivo e o patrimônio líquido.

No ativo estão contabilizados todos os bens e direitos pertencentes a uma empresa. Esses bens e direitos são classificados em dois subgrupos de contas às quais são apresentadas em ordem decrescente de liquidez (convertibilidade em dinheiro), são eles: ativo circulante e o ativo não circulante.

No ativo circulante se encontram as contas conversíveis em dinheiro no curto prazo (dentro do exercício social subsequente, este geralmente de um ano). Já o ativo não circulante é constituído por aquelas contas que são conversíveis em dinheiro mais lentamente, ou seja, no longo prazo, incluindo bens que dificilmente serão vendidos (imobilizado, investimentos e intangível), pois esta não é a sua finalidade, como por exemplo, equipamentos e máquinas, prédios, terrenos, marcas, patentes, direitos autorais, etc..

Por conseguinte no passivo estão contabilizadas as dívidas com credores. Assim como o ativo, o passivo também é subdividido em dois subgrupos de contas: passivo circulante e o passivo não circulante.

O passivo circulante engloba as dívidas que devem ser liquidadas mais rapidamente, isto é, exigíveis no curto prazo. A exemplo de salários a pagar, impostos e contribuições a recolher, fornecedores, entre outras. Logo, no passivo não circulante concentram-se as dívidas que serão pagas em longo prazo, ou seja, em prazo superior a um ano, como exemplo dessas obrigações, tem-se: empréstimos, financiamentos, parcelamentos e etc..

E, completando o Balanço Patrimonial, no patrimônio líquido são registrados os recursos dos proprietários aplicados na empresa e lucros gerados internamente.

A seguir, apresenta-se na tabela 1, a estrutura do Balanço Patrimonial.

Ativo	Passivo e PL
Circulante (até 365 dias)	Circulante (até 365 dias)
Não circulante (após 365 dias)	Não circulante (após 365 dias)
Realizável a Longo Prazo	
Imobilizado	Patrimônio Líquido
Investimentos	Capital
Intangível	Lucro

Tabela 1 – Estrutura do balanço patrimonial.
Fonte: Adaptado Marion (2010, p. 48).

Por meio do Balanço Patrimonial é possível identificar as decisões de investimentos e financiamentos da empresa. Por exemplo, uma empresa comercial possivelmente terá estoques substanciais em sua estrutura de ativos. Já uma empresa industrial terá um imobilizado bastante expressivo, pela necessidade de investimento intensivo em máquinas e equipamentos. No que tange às decisões de financiamentos, será possível identificar se a empresa é bastante ou pouco endividada.

2.1.2 Demonstração do resultado do exercício (DRE)

Iudícibus e Marion (2008) afirmam que a DRE tem como objetivo apresentar – em um período (1 ano) – o desempenho da empresa, se ela obteve resultado positivo (lucro) ou negativo (prejuízo). Para isto, até chegar ao lucro ou prejuízo, é necessário que percorra uma seqüência de forma dedutiva verticalmente.

Assim sendo, a seqüência da estrutura da DRE é a seguinte: a receita bruta, retirando deste valor as devoluções das vendas e os impostos, gerando a receita líquida. A seguir, subtrai-se da receita líquida o custo dos produtos e/ou serviços, chegando ao resultado bruto, deste, extraem-se as despesas operacionais, culminando com o resultado operacional. Por sua vez, eliminando do resultado operacional o saldo não operacional (diferença entre as receitas e as despesas não operacionais), obtém-se o resultado antes do imposto de renda, sua base de cálculo para apuração.

Finalmente, deduzindo-se o imposto de renda e demais impostos sobre o lucro, apura-se ao resultado evidenciando se a empresa teve lucro ou prejuízo. Nesta perspectiva, na tabela 2 é ilustrada a estrutura da demonstração do resultado do exercício.

Receita Bruta
(-) Deduções e impostos
= Receita Líquida
(-) custo dos produtos e dos serviços vendidos
= Resultado Bruto
(-) Despesas operacionais
= Resultado Operacional
(-) Despesas não operacionais
= Resultado antes do imposto de renda
(-) Imposto de renda
= Lucro / prejuízo líquido

Tabela 2 - Estrutura da demonstração do resultado do exercício.
Fonte: Adaptado Marion (2010, p. 53).

Percebe-se um esforço do legislador em disponibilizar uma ferramenta gerencial, por meio da DRE, pois é possível identificar qual despesa está prejudicando mais a formação do resultado da empresa, bem como a própria evolução das vendas, dos custos e das despesas.

2.2 A ANÁLISE FINANCEIRA TRADICIONAL

Tozzini (2008) discorre que a análise financeira consiste em um conjunto de técnicas para avaliar o desempenho econômico-financeiro de uma empresa, bem como sua saúde financeira. A técnica mais usual – como também a mais clássica – é a tradicional, que é aquela realizada por meio de três conjuntos de indicadores: os índices financeiros, econômicos e as análises horizontal e vertical. Desta forma, nessa seção, serão descritos os conceitos, os modelos e as funções de cada conjunto.

2.2.1 Índices financeiros e econômicos

Matarazzo (2010) defende que os índices financeiros e econômicos têm como característica fazer um diagnóstico sobre a real situação da empresa. Para a apuração dos índices financeiros e econômicos, é necessário extrair os dados das demonstrações

financeiras, assim sendo, são observados elementos como as contas ou os grupos de contas que são os insumos para a apuração desses índices.

Os índices financeiros e econômicos são levantados de forma separada inicialmente. Nesta perspectiva, Medeiros *et al.* (2012) argumentam que primeiramente analisa-se a situação financeira da empresa, depois se analisa a situação econômica, e por último, juntam-se as conclusões dessas duas análises.

Gitman (2010) orienta que para a comparação dos índices financeiros e econômicos, é possível fazê-lo de três formas. Por meio da análise por corte transversal; análise em série temporal; e análise combinada. A análise por corte transversal é aquela que faz a comparação de distintas empresas num mesmo ponto de tempo; a análise em série temporal diz respeito à observação do desempenho da empresa ao longo do tempo, verificando-se se os índices apresentaram melhora ou piora; e a análise combinada apresenta-se como a mais eficiente, pois proporciona maior nível de informação, em razão de combinar a análise de corte transversal com a série temporal. Marion (2010) reforça que independente da forma adotada é interessante que a comparação abranja uma série de pelo menos três anos.

Cabe ressaltar que existe uma variedade de índices financeiros e econômicos, porém o importante não é a apuração de grande número de índices, mais sim, selecionar um conjunto de índices que permitam conhecer a situação da empresa, segundo o objetivo e o grau de profundidade desejada da análise.

Matarazzo (2010) exemplifica que os investidores são usuários da análise financeira que aplicam a técnica tradicional. Pois, com isso, são capazes de distinguir as empresas saudáveis daquelas com as quais os negócios devem ser evitados.

Neste sentido, conhecendo que os índices financeiros e econômicos os investidores norteiam a aplicação de seus recursos. Por tanto, se pretende nesse trabalho, selecionar os principais índices financeiros e econômicos que podem orientar os investidores do mercado de capitais, os quais serão apresentados a seguir.

2.2.1.1 Índices financeiros

Reis (2006) afirma que quando se analisa a situação financeira de uma empresa, estuda-se a solvência, que representa a capacidade de pagamento dos compromissos assumidos perante terceiros, e o endividamento, isto é, a importância dos capitais de terceiros

na composição do patrimônio da empresa. Conforme a figura 1, os índices financeiros estão subdivididos em dois tipos. Esses dois tipos são: os índices de liquidez e os índices de endividamento.

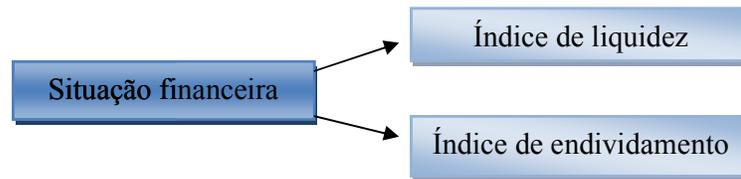


Figura 1 - Principais índices financeiros.
Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010, p.84).

2.2.1.1.1 Índices de liquidez

Marion (2010) define que os índices de liquidez medem a capacidade que a empresa tem em honrar seus compromissos, de curto e longo prazo, assumidos perante terceiros. São eles: o índice de liquidez corrente (ILC), o de liquidez seca (ILS) e o de liquidez geral (ILG).

De acordo com Assaf Neto (2007) quanto maiores esses índices maior a capacidade de pagamento da empresa. Assim, a liquidez é considerada insatisfatória quando os índices apresentam-se abaixo de 1,00, pois indica que a empresa não possui valor suficiente em seus ativos para cobrir com suas dívidas.

Ao contrário, quando os índices são superiores a 1,00, a liquidez é considerada satisfatória – naquele momento – os ativos possuem saldo suficiente para cobrir os passivos e ainda sobram recursos, o que revela uma margem de segurança. E, quando os índices de liquidez situarem-se com valores muito próximos a 1,00, a empresa, embora haja ativo para saldar o passivo, não trabalha com uma margem de segurança. Para ilustrar, a seguir apresenta-se a configuração da liquidez no gráfico 1.

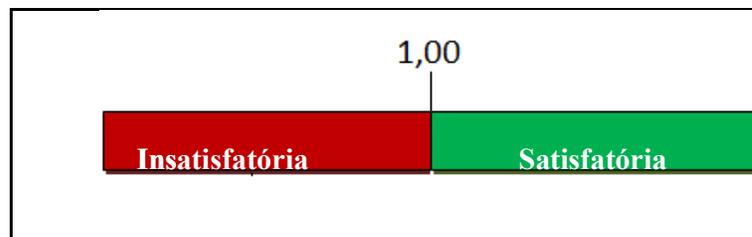


Gráfico 1 - Configuração da liquidez.
Fonte: Adaptador Matarazzo (2010, p.108).

2.2.1.1.1.1 Índice de liquidez corrente (ILC)

De acordo com Marion (2010) o ILC é o mais utilizado e conhecido dos índices de liquidez. Esse índice permite verificar a capacidade de pagamento de curto prazo, ou seja, quanto à empresa dispõe de caixa, equivalentes e realizáveis (contas a receber e estoques) dentro de um ano, para garantir o pagamento de suas dívidas vencíveis no mesmo período. Deste modo, percebe-se que o ILC confronta dois grupos de contas do BP. O ativo circulante – onde estão localizados os recursos disponíveis e realizáveis de curto prazo – e o passivo circulante – onde localizam-se as dívidas também de curto prazo.

Assim, conforme Marion (2010), o ILC é obtido conforme segue

$$LC = \frac{\text{Ativos Circulantes}}{\text{Passivos Circulantes}}$$

2.2.1.1.1.2 Índice de liquidez seca (ILS)

O ILS apresenta-se como a medida mais rigorosa de liquidez em razão de verificar a capacidade da empresa em honrar seus compromissos de curto prazo sem depender das vendas dos estoques (CORNETT, JUNIO, NOFSINGER, 2013, p. 25). Pois, subtrai-se o saldo dos estoques do ativo circulante, visto que ele é considerado uma fonte de incerteza, em relação à demanda, aos efeitos da obsolescência e da ocorrência de perdas.

Assim, segundo Marion (2010), o ILS será encontrado empregando-se o seguinte modelo.

$$ILS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$$

2.2.1.1.1.3 Índice de liquidez geral (ILG)

Para Franco (1986) o ILG tem como finalidade expressar à saúde financeira da empresa tanto a curto quanto a longo prazo. O ILG reúne todos os valores conversíveis em dinheiro, ativo circulante e realizáveis a longo prazo, em cotejo com o total das responsabilidades, passivo circulante e não circulante. Desta forma, Debastiani e Russo

(2008) defendem que o ILG proporciona uma visão mais ampla sobre a capacidade de pagamento da empresa, já que não faz restrição de tempo ao mostrar os recursos disponíveis e realizáveis para a empresa honrar com seus compromissos, sendo obtido pelo seguinte modelo.

$$ILG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

2.2.1.1.2 Índices de endividamento

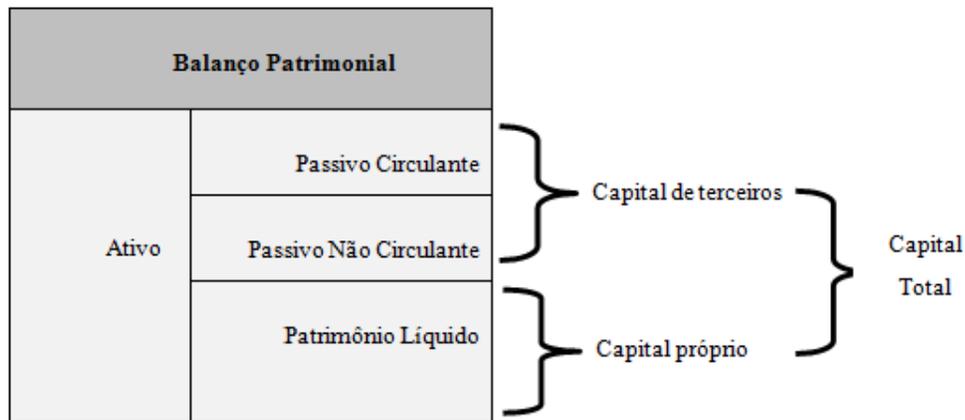
Silva (2004) afirma que o estudo da estrutura de capitais investiga a forma pela qual a empresa é financiada, ou seja, representando as fontes de recursos que a empresa capta para investir em ativos. Segundo o autor, essas fontes de recursos podem ser obtidas por meio de capitais próprios e capitais de terceiros.

O capital próprio, de acordo com Reis (2006), são todos os recursos trazidos pelos sócios ou gerados pelo resultado das operações (lucro e reservas). Enquanto o capital de terceiros – conforme o mesmo autor – refere-se aos recursos emprestados por terceiros – dívidas ou obrigações – que deverão ser devolvidos oportunamente aos credores – empréstimos bancários, crédito de fornecedores etc.

Destaca-se que tanto o capital próprio quanto o capital de terceiros são de suma importância, pois contribuem no processo de crescimento da empresa.

Em termos contábeis, o Balanço Patrimonial nos revela a decomposição do capital total de uma empresa, assim, conforme o quadro 2, o capital de terceiros encontra-se no passivo circulante e não circulante e o capital próprio está localizado no patrimônio líquido.

É o que se pode constatar no quadro a seguir.



Quadro 1 - balanço patrimonial / tipos de capitais
 Fonte: Gitman (2010, p. 482).

Marion (2010) orienta que para se conhecer a proporção de capital próprio e de capital de terceiros existente na empresa, revelando o nível de endividamento, aplica-se o índice de endividamento. Os principais índices de endividamento explanados nesse trabalho foram o índice de endividamento geral (IEG) e o índice de composição de endividamento (ICE).

2.2.1.1.2.1 Índice de endividamento geral (IEG)

O IEG tem a finalidade de avaliar, segundo Gitman (2010), a proporção do ativo total financiada pelos credores da empresa. A interpretação desse índice é quanto menor melhor. Assim sendo, o ideal é que esse índice não seja superior a 50%, pois ultrapassando esse percentual estará indicando que a empresa está utilizando mais capital de terceiros do que o capital próprio. Permanecendo assim por vários anos, em situação de excesso de capital de terceiros, esta empresa aumenta sua probabilidade de insolvência, que pode levar a falência, visto que a maioria das empresas que vão à falência apresenta esta característica, conforme levantamento feito por Marion (2010).

Assim, conforme Marion (2010), o IEG é encontrado mediante a seguinte fórmula.

$$IEG = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

2.2.1.1.2.2 Índice composição do endividamento (ICE)

Após conhecer o IEG, o passo seguinte é avaliar a composição dessas dívidas. Para tanto, Matarazzo (2010) recomenda o ICE, que tem como objetivo demonstrar o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais. A interpretação do resultado deste índice é quanto menor melhor, pois indica que menor será a concentração de dívidas de curto prazo da empresa. Desta forma, levando em conta o resultado desse índice, o ideal é que obtenha um percentual inferior a 50%, pois estará evidenciando uma predominância de dívidas de longo prazo sobre as de curto prazo.

Assim, Marion (2010) defende que quanto mais as dívidas estejam concentradas no longo prazo, mais tempo existirá para buscar ou gerar recursos para liquidá-las. Apura-se o ICE por meio do seguinte modelo.

$$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}} \times 100$$

2.2.1.2 Índices econômicos

Gitman (2010) define que ao estudar a situação econômica de uma empresa pode-se conhecer a variação de sua riqueza que também é a riqueza do acionista/investidor. O desempenho econômico revelará a capacidade da empresa em oferecer um retorno compatível com o risco incorrido, que deve superar o custo de oportunidade (Ex.: Retorno anual acima da média do setor, ao qual a empresa pertence). O investidor racional buscará as melhores alternativas que maximizem a sua riqueza.

A situação econômica de uma empresa – conforme a figura 2 – é estudada pelos índices de rentabilidade.

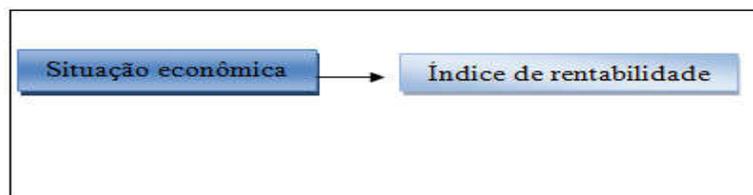


Figura 2: principais aspectos revelados pelos índices econômicos.
Fonte: adaptado Matarazzo (2010, p.84).

2.2.1.2.1 Índices de rentabilidade

Silva (2004) defende que os índices de rentabilidade buscam a avaliação do lucro da empresa em relação às vendas, ativos e aos capitais investidos. Assim, Limeira, Silva e Vieira (2010) definem que para a apuração dos índices de rentabilidade utiliza-se como base os valores do BP e da DRE. Os índices que medem a rentabilidade, obviamente, espera-se que é quanto maior, melhor. Para avaliar a rentabilidade das empresas nesse estudo selecionou-se seguintes índices: margem operacional (MO), margem líquida (ML), retorno sobre o ativo (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Assim, em seguida serão tratados cada um deles.

2.2.1.2.1.1 Margem operacional (MO)

De acordo com Gitman (2010), a MO aponta, em percentual, quanto à empresa obteve de lucro para cada unidade vendida depois das deduções de todos os custos e despesas operacionais. Isto é, a margem que revela a quão capaz a empresa é de gerar resultado a partir das suas atividades-fim, não influenciada pelos resultados não operacionais, juros e impostos sobre o lucro. Buffet e Clarck (2010) defendem que o ideal é que a MO seja superior a 20%, pois estará indicando que a empresa tem vantagem competitiva no mercado que atua.

Iudícibus e Marion (2008) descrevem que a MO é encontrada através da utilização da seguinte relação.

$$MO = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas Líquida}} \times 100$$

2.2.1.2.1.2 Margem líquida (ML)

Gitman (2010) orienta que a ML mostra em percentual quanto à empresa obteve de lucro para cada unidade vendida após as deduções de todos os custos, despesas, juros, impostos. Buffet e Clarck (2010) defendem que a ML é similar à MO no que se refere ao resultado, pois, o ideal é que ela obtenha um percentual acima de 20%, indicando que a empresa possui vantagem competitiva no mercado.

Para Iudícibus e Marion (2008), a ML é encontrada mediante a utilização do seguinte modelo.

$$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquida}} \times 100$$

2.2.1.2.1.3 Retorno sobre o ativo (ROA)

Para Capobianco *et al.* (2012) o ROA apresenta em percentual o desempenho da empresa em transformar seus ativos totais em lucros. Além disso, é considerado o retorno total da empresa para os seus *stakeholders*, pois, em última análise, são eles que forneceram os recursos financeiros que possibilitaram o investimento nos ativos totais.

Gitman (2010) descreve que para encontrar o ROA é necessário utilizar a fórmula a seguir.

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

O resultado do ROA é interpretado quanto maior melhor, assim se ele mantiver constante ou aumentando a empresa apresenta em uma situação favorável, ou seja, o importante é que ele não decline. A sigla ROA vem do inglês *Return on Asset*, utilizada amplamente no mercado financeiro global.

2.2.1.2.1.4 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)

Marion (2010) afirma que o ROE é o índice mais importante para os investidores do mercado de capitais, uma vez que revela o percentual de rendimento do capital próprio. Nessa perspectiva, aponta o rendimento sobre o investimento realizado pelos proprietários da empresa, na medida em que tanto os lucros retidos – que serão reinvestidos – quanto aqueles que serão distribuídos estão a disposição dos proprietários.

Gitman (2010) aponta que o ROE é encontrado pelo uso da seguinte fórmula.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

Assaf Neto (2007) orienta que se utilize um parâmetro de comparação para avaliar a atratividade do investimento, isto é, que o ROE de uma determinada empresa seja maior do que uma taxa de juros livre de risco, que representa um investimento alternativo, porém sem risco. Um exemplo desse tipo de taxa de juros sem risco é a taxa de juros básica da economia, que reflete a remuneração dos investidores em títulos públicos de dívida do Governo Federal.

No Brasil, segundo o BACEN (2015), essa taxa de juros é chamada de SELIC e é definida pelo COPOM (Comitê de Política Monetária), que, em sua 5ª reunião de 2015, fixou a taxa em 14,25% a.a. e assim a manteve até então.

Como um investidor qualquer pode adquirir títulos públicos do Governo Federal brasileiro e valer-se do ganho de 14,25% a.a. sem risco (baixíssimo), racionalmente, ao correr risco investindo em empresas brasileiras, deveriam buscar remuneração no mínimo equivalente ou superior à taxa SELIC.

Dessa forma, espera-se que o ROE de uma empresa brasileira seja superior à taxa SELIC para ser interessante investir nas ações dela, pois, o investidor estará obtendo um ganho superior à taxa livre de risco nacional. A sigla ROE vem do inglês *Return on Equity*, utilizada amplamente no mercado financeiro global.

2.2.2 Análises horizontal e vertical

Marion (2010) define as análises horizontal e vertical como técnicas utilizadas para análise da evolução e da estrutura patrimonial e de resultado.

São consideradas ferramentas gerenciais por permitirem o controle das metas estabelecidas pela empresa em seu planejamento estratégico e financeiro.

Dessa forma as análises horizontal e vertical ganham mais atenção dos usuários internos da informação (diretores, gestores etc.) do que dos usuários externos (bancos, fornecedores, acionistas etc.).

2.2.2.1 Análise horizontal (AH)

A AH – também denominada como análise de tendência e análise da evolução – é um índice que tem como finalidade demonstrar em percentual a evolução ou a involução ocorrida entre os valores de uma mesma conta ou grupo de contas das demonstrações contábeis.

Assim, Blatt (2001) afirma que para o emprego dessa técnica são necessárias, no mínimo, dois períodos consecutivos das demonstrações contábeis que se deseja examinar.

Matarazzo (2010) define que no primeiro ano todos os valores são considerados iguais a 100, pois é considerado o período base para comparação dos demais anos.

Para apuração da AH, do segundo ano e sucessivamente outros anos é processada da seguinte fórmula.

$$AH = \frac{\text{Valor atual do item}}{\text{Valor do item no ano base}} \times 100$$

2.2.2.2 Análise vertical (AV)

Marion (2010) afirma que a AV – também denominada como análise estrutural – é um índice que tem como finalidade demonstrar a importância relativa de cada conta em relação ao grupo ao qual ela pertence (ativo, passivo e patrimônio líquido ou demonstração do resultado) dentro de um mesmo exercício social.

Por sua vez, Matarazzo define que os valores do ativo total, do passivo somado ao patrimônio líquido e da receita são considerados 100%, pois representam os grandes grupos patrimoniais e de resultado.

Assim, o cálculo da AV é processada da seguinte forma.

$$AV = \frac{\text{Saldo da conta}}{\text{Ativo, Passivo} + \text{PL ou Receita}} \times 100$$

2.3 INDICADORES DO MERCADO DE CAPITAIS

Matarazzo (2010) expõe que os índices do mercado de capitais têm como finalidade analisar a viabilidade de investimentos em ações de uma determinada empresa. Franco (1986) ratifica afirmando que esses índices são de fundamental importância para os investidores que operam no mercado de capitais, pois proporcionam um parâmetro sobre a qualidade dos preços das ações antes de comprá-las.

Assim sendo, neste tópico serão abordados os principais índices do mercado de capitais que são o valor de mercado da ação (P), o valor patrimonial da ação (B) e o *price to book* (P/B).

2.3.1 Valor de mercado da ação (P)

Gitman (2010) ensina que o valor de mercado da ação (P) é o preço pelo qual os investidores transacionam (compram e vendem) livremente entre si as ações das diversas empresas que tenham capital aberto na Bolsa de Valores.

Assaf Neto (2007) considerada um parâmetro importante, pois sobre esses preços atuam as forças da oferta e demanda. Isto é, quando uma ação tem uma grande demanda por parte dos investidores seu preço tende a aumentar, pois há indícios de que a empresa tem bons projetos, goza de boa saúde financeira e é bem administrada.

Em contra partida, quando uma ação tem grande oferta, isto é, muitos investidores tentam vendê-la simultaneamente, o seu preço tende a cair, indicando que possíveis problemas podem estar próximos, como prejuízos, esgotamento de mercado para seus produtos de serviço etc.

O “P” uma empresa varia ao longo do dia, durante o período do “pregão” da Bolsa de Valores, tendo sua cotação do dia considerada a cotação do último negócio realizado no pregão. Então o P pode ser consultado e obtido no próprio site da Bolsa de Valores (BM&F BOVESPA, 2015).

2.3.2 Valor patrimonial da ação (B)

Debastiani e Russo (2008) defendem que o valor patrimonial da ação é um dos parâmetros mais comumente utilizados pelos investidores do mercado de capitais, pois esse valor proporciona uma representação do valor contábil de cada ação, ou seja, o seu valor intrínseco. Percebe-se que, por meio dos livros contábeis (book), é possível determinar qual o valor patrimonial a custo histórico.

Braga e Marques (2000) descrevem que para encontrar o “B” deve-se extrair o valor do patrimônio líquido, que é localizado no balanço patrimonial, e dividi-lo pela quantidade de ações emitidas pela empresa, denotando o quanto vale cada ação a custo histórico. Sendo assim, utiliza à seguinte equação.

$$VPA = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Quantidade de ações}}$$

Com base no valor patrimonial da ação (B), se o preço (P) estiver acima dele, significa que o mercado tem boas expectativas em relação à empresa, em vista disto, os investidores aceitam adquirir estas ações por um valor maior do que, teoricamente, as mesmas valem baseando-se nas riquezas registradas pela contabilidade.

Já se a ação que é negociada com preço (P) abaixo do seu valor patrimonial (B), denota que o mercado tem expectativas negativas em relação à organização, pois espera que o “P” recue, não aceitando pagar tampouco o que a empresa informa em seus registros contábeis.

2.3.3 Price to book (P/B)

O P/B é um índice que confronta o preço da ação (P) com o valor patrimonial da ação (B). Essa denominação *price to book* vem da relação proposta pela análise, isto é, preço de mercado da ação dividido por seu valor de livros (contábil) (GITMAN, 2010).

Segundo Sant’anna *et al.* (2015) quando esse índice apresentar um resultado menor que 1,00, significa que a ação está subavaliada, ou seja, o “P” é menor do que o “B”, pois os livros contábeis dizem que ela vale mais, do que estar sendo negociada no mercado. Deste

modo, o mercado não está reconhecendo total ou parcial à importância dessa ação, ou está tentando antecipar problemas que essa empresa deva enfrentar no futuro. Já, quando esse índice alcançar um resultado maior que 1,00, significa que a ação está superavaliada, isto é, “P” é maior do que “B”, nesse caso o mercado está valorizando mais esta ação do que realmente estão transmitindo os relatórios contábeis.

Para Gitman (2010) é mais comum e esperado que o preço de mercado (P) seja maior que o valor patrimonial (B), pois o investidor racional adquire participação na empresa não pelo valor dela no presente, mas sim pela sua capacidade futura de geração de resultados. O P/B é obtido mediante o emprego da seguinte equação.

$$P/M = \frac{P}{B}$$

A seguir, serão apresentadas as escolhas metodológicas que nortearam a presente pesquisa.

3 METODOLOGIA

A metodologia utilizada para a realização desse estudo, em sua primeira fase, foi por meio da técnica bibliográfica e/ou fonte secundária. Essa técnica diz respeito à pesquisa realizada a partir de materiais já divulgados sobre determinado tema de estudo, podendo, assim serem localizados em livros, teses, revistas, monografias etc. (MARCONI e LAKATOS, 2003, p. 25). Quanto aos fins, segundo Gil (2008), na etapa bibliográfica, empregou o estudo exploratório, visto que se buscou contato inicial com o tema com propósito de se familiarizar e torná-lo mais claro e assim adquirir conhecimento suficiente para a realização da pesquisa, bem como para a formulação de hipóteses sobre o assunto.

Na segunda fase a pesquisa classifica-se como estudo de múltiplos casos, já que de acordo Gil (2008), o pesquisador estuda conjuntamente mais de um caso para investigar determinado fenômeno.

Quanto à finalidade da pesquisa caracteriza-se como aplicada, ao buscar as consequências práticas do conhecimento numa dada realidade quanto ser insumo em prescrições para finanças corporativas (GIL, 2008, p. 78).

Já, quanto ao nível a pesquisa caracteriza-se como descritiva em consequência que não há interferência do pesquisador sobre os dados, visando somente a sua análise. O intuito deste método é apenas de observar, registrar e analisar os fenômenos.

Além disto, a natureza da pesquisa empregou o método quantitativo por meio de cálculos, índices e porcentagens e qualitativo ao buscar a interpretação dos resultados.

A amostra foi formada por três empresas, selecionadas pela sua importância no mercado de capitais brasileiro. Para tanto, buscou-se identificar quais eram as três empresas de capital aberto, listadas na BM&F Bovespa, que possuíam o maior valor de mercado. Dentre as 300 empresas, foi constatado, no dia 29 de julho de 2015, o seguinte: a Ambev, em primeiro lugar, com R\$ 294,7 bilhões; Em segundo lugar, o Itaú Unibanco, estimado em R\$ 176,4 bilhões e; a terceira colocada foi a Petrobras com R\$ 147,9 bilhões. No entanto, o 2º colocado Itaú Unibanco e o 4º Bradesco foram excluídos por pertencer ao setor financeiro e apresentarem particularidades em seus balanços, inviabilizando a estimação dos índices escolhidos para esse trabalho. Isto conduziu a escolha da 5ª colocada, a Vale do Rio Doce, que apresenta um valor de mercado R\$ 88,7 bilhões. Dessa forma, fizeram parte do estudo as empresas: Ambev, Petrobras e Vale do Rio Doce.

Além disto, o presente estudo trata-se de uma pesquisa documental que, conforme Gil (2008), é desenvolvida a partir de material já elaborado. Assim, toma-se as demonstrações contábeis consolidadas e número total de ações, ambos obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o valor de mercado destas ações obtido no site BM&F Bovespa. As demonstrações contábeis referem-se aos anos de 2012 a 2014 e seus saldos foram base para apuração dos índices e emissão dos pareceres e conclusões.

Com relação à análise e interpretação dos dados, utilizou-se *software Microsoft Excel 2010* para tabular os dados e apurar os indicadores, visando facilitar os cálculos e procedimentos necessários. Nas demonstrações contábeis foi realizada a sumarização, mantendo os grupos de contas principais como o ativo, passivo, patrimônio líquido, receitas, despesas e lucros, bem como as contas necessárias para os cálculos dos índices.

Em seguida, para cada empresa, foram apurados os indicadores e os resultados que foram analisados conforme os padrões pré-estabelecidos da teoria. Entre os anos de 2012 até 2013 cada índice foi classificado como satisfatório caso atingisse ou ultrapassasse o padrão pré-estabelecido; já para aqueles que não conseguiram alcançar este padrão, foram considerados insatisfatórios. Posteriormente as empresas foram analisadas de forma conjunta

para que fosse constatada, dentre as três, a empresa que se apresenta mais atrativa ao investimento em ações.

No próximo capítulo serão apresentados os resultados da pesquisa, bem como a discussão acerca dos mesmos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Apresenta-se neste capítulo, os resultados da pesquisa e a discussão acerca dos mesmos. Inicialmente será apresentada uma breve caracterização das empresas estudadas, os dados para apuração dos índices, os resultados encontrados e análise dos mesmos, bem como a comparação entre as empresas.

4.1 AMBEV

A empresa Ambev (Companhia de Bebidas das Américas) é uma sociedade anônima de capital aberto que passou a existir a partir da fusão da Brahma e da Antártica no ano 2000. Dessa forma, essas duas empresas se uniram com o objetivo estratégico de formar uma companhia com porte suficiente para defender seu mercado em território nacional e disputar o mercado internacional.

A empresa é atuante no ramo de fabricação, distribuição e comercialização de bebidas alcoólicas e não alcoólicas. No segmento de bebidas alcoólicas, é detentora das marcas mais conhecidas no segmento é a Skol, Brahma, Antarctica e a Bohemia. Já no segmento de bebidas não alcoólicas contemplam os refrigerantes como as marcas guaraná Antártica, Pepsi e Sukita. Os principais clientes que adquirirem estes produtos são revendedores e distribuidores de bebidas, bares, restaurantes, lanchonetes, supermercados, franquias e quiosques. Para chegar a todos os seus clientes, a Ambev utiliza uma frota de caminhões com 6,5 mil veículos.

Atualmente opera em diversos países como: Brasil, Canadá, Argentina, Bolívia, Chile, Paraguai, Uruguai, Colômbia, Guatemala, República Dominicana, Cuba, Equador, Peru, El Salvador, Nicarágua, Saint Vincent, Dominica e Antigua, abrangendo 18 países. Dentre todas essas operações, a Ambev conta com cerca de 52 mil funcionários. A matriz da Ambev está no estado de São Paulo, possuindo 29 fabricas de bebidas, 4 produtoras de rotulo, rolha e

vidros, 2 maltarias, 80 centro de distribuição que abastecem 1,2 milhões de estabelecimentos comerciais 168 revendas terceirizadas em território brasileiro.

4.1.1 Demonstrações financeiras da Ambev

Descrição	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Ativo Total	61.832.875	69.085.180	72.143.203
Ativo Circulante	16.305.865	20.809.082	20.728.421
Caixa e Equivalentes de Caixa	8.974.320	11.538.241	9.722.067
Aplicações Financeiras	476.607	288.604	712.958
Contas a Receber	2.935.692	2.972.758	3.028.854
Estoques	2.466.341	2.835.643	3.411.284
Ativos Biológicos			
Tributos a Recuperar	585.241	1.397.004	1.581.908
Despesas Antecipadas	710.637	787.333	781.603
Outros Ativos Circulantes	157.027	989.499	1.489.747
Ativo Não Circulante	45.527.010	48.276.098	51.414.782
Ativo Realizável a Longo Prazo	3.570.368	4.006.349	4.376.472
Investimentos	24.012	26.451	40.448
Imobilizado	12.351.284	14.005.561	15.740.058
Intangível	29.581.346	30.237.737	31.257.804
Passivo Total	61.832.875	69.085.180	72.143.203
Passivo Circulante	15.527.240	17.352.655	21.824.783
Obrigações Sociais e Trabalhistas	566.084	722.090	598.360
Fornecedores	6.560.687	8.007.700	8.708.739
Obrigações Fiscais	3.074.425	3.132.299	3.543.689
Empréstimos e Financiamentos	837.772	1.040.603	988.056
Outras Obrigações	4.350.820	4.305.005	7.846.705
Provisões	137.452	144.958	139.234
Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados			
Passivo Não Circulante	9.036.637	7.507.830	6.673.751
Empréstimos e Financiamentos	2.305.957	1.865.242	1.634.567
Outras Obrigações	4.844.896	3.115.209	2.758.333
Tributos Diferidos	1.367.708	2.095.686	1.737.631
Provisões	1.367.708	431.693	543.220
Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	518.076		
Lucros e Receitas a Apropriar			
Patrimônio Líquido Consolidado	37.268.998	44.224.695	43.644.669
Capital Social Realizado	249.061	57.000.790	57.582.349
Reservas de Capital	0	55.362.431	55.023.269
Reservas de Reavaliação			
Reservas de Lucros	51.649	5.857.853	4.883.945
Lucros/Prejuízos Acumulados			
Ajustes de Avaliação Patrimonial	24.905.890	-75.228.617	-75.267.969
Ajustes Acumulados de Conversão			
Outros Resultados Abrangentes			
Participação dos Acionistas Não Controladores	12.062.398	1.232.238	1.423.075

Quadro 2 - Balanços patrimoniais da Ambev (2012-2014).

Fonte: CVM, 2015.

Demonstração do resultado do exercício			
Descrição	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	32.231.027	35.079.107	38.079.786
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-10.459.786	-11.572.543	-12.814.588
Resultado Bruto	21.771.241	23.506.564	25.265.198
Despesas/Receitas Operacionais	-8.140.921	-8.064.373	-9.421.217
Despesas com Vendas	-7.350.920	-8.059.916	-9.158.701
Despesas Gerais e Administrativas	-1.603.549	-1.748.340	-1.820.046
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos			
Outras Receitas Operacionais	969.777	1.993.393	1.837.393
Outras Despesas Operacionais	-156.710	-260.929	-297.241
Resultado de Equivalência Patrimonial	481	11.419	17.378
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	13.630.320	15.442.191	15.843.981
Resultado Financeiro	-889.677	-1.561.383	-1.475.404
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	12.740.643	13.880.808	14.368.577
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	2.320.065	2.481.371	2.006.558
Resultado Líquido das Operações Continuadas	10.420.578	11.399.437	12.362.019
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas			
Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas			
Ganhos/Perdas Líquidas sobre Ativos de Operações Descontinuadas			
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	10.420.578	11.399.437	12.362.019

Quadro 3 - Demonstrações dos resultados da Ambev (2012-2014).

Fonte: CVM, 2015.

Número de Ações (Mil)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Do Capital Integralizado			
Ordinárias	249.061	15.644.280	15.712.619
Preferenciais	0	0	0
Total	249.061	15.644.280	15.712.619

Quadro 4 - Ações emitidas da Ambev.

Fonte: infomoney, 2015.

4.1.2 Análise financeira da Ambev

LIQUIDEZ	2012	2013	2014
LG	0,81	1	0,88
LC	1,05	1,2	0,95
LS	0,89	1,04	0,79

Quadro 5 - Índices de liquidez da Ambev.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os índices de liquidez evidenciaram que a Ambev apresentou uma situação insatisfatória, pois 5 dos 9 índices foram inferiores a 1. Somente em um dos três anos (2013) a empresa alcançou a cobertura completa de suas dívidas, a partir de seus ativos conversíveis em dinheiro.

ENDIVIDAMENTO	2012	2013	2014
EG	40%	36%	40%
CE	63%	70%	77%

Quadro 6 - Índices de endividamento Ambev.
Fonte: Elaborado pelos autores.

A Ambev apresentou seu endividamento geral (EG) inferior a 50%, revelando que não há excesso de dívidas, situação esta que é satisfatória, pois o capital próprio é superior ao de terceiros. Entretanto, a composição do endividamento (CE) mostra uma posição insatisfatória, visto que, o perfil dessa dívida é predominantemente de curto prazo.

RETABILIDADE	2012	2013	2014
MO	42%	44%	42%
ML	32%	32%	32%
ROA	17%	17%	17%
ROE	28%	26%	28%

Quadro 7 - Índices de rentabilidade da Ambev.
Fonte: Elaborado pelos autores.

Avaliando os índices de rentabilidade da Ambev, foi constatado que tanto a margem operacional (MO) e quando a líquida (ML) durante os três anos foram superiores a 20%. Já o retorno sobre o ativo (ROA) se manteve constante durante os três anos.

No que tange ao retorno para os seus acionistas, medido pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), a Ambev conseguiu ultrapassar a taxa mínima de atratividade de investimentos estabelecida aqui como a taxa SELIC, dessa forma considera este índice como uma situação insatisfatória.

Análise Horizontal	2012	2013	2014
AH receita de venda	100	108,84%	118,15%
AH lucro/ prejuízo	100	109,39%	118,63%

Quadro 8 - Análise horizontal (AH) da Ambev.
Fonte: Elaborado pelos autores.

A análise horizontal (AH) revelou que a receita e o lucro líquidos estavam em uma situação satisfatória, uma vez que obtiveram acréscimo, ambos comparados ao exercício base, no entanto o ritmo de crescimento reduziu-se.

MERCADO DE CAPITAIS	2012	2013	2014
VPA	149,64	2,83	2,78
M(valor de mercado)	85,58	17,32	16,35
P/B (M/VPA)	0,57	6,13	5,89

Quadro 9 - Índices do mercado de capitais da Ambev.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os índices de mercado de capitais apresentaram uma posição satisfatória, em consequência de terem apontado que as ações da Ambev estavam superavaliadas nos últimos dois anos, pois o P/B foi superior a 1,00. Isto significa que as ações da empresa estão sendo negociadas por um valor maior do que o valor de seus registros contábeis, dessa forma os investidores aceitam pagar mais pela ação, pois têm boas expectativas em relação à empresa.

4.2 PETROBRAS

A Petrobras (Petróleo Brasileiro S/A) é uma sociedade anônima de capital aberto fundada em 1953, que atua no ramo de geração de energia, petroquímica, fertilizantes, exploração e produção de petróleo e gás. Sua principal atividade é o refino de petróleo e a transformação do petróleo bruto em gasolina, óleo lubrificante, diesel e outras substâncias. Além disto, produz bicomcombustível com a produção do etanol e do biodiesel.

Opera atualmente em 19 países: Angola, Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, China, Cingapura, Colômbia, Estados Unidos, Gabão, Holanda, Japão, México, Nigéria, Paraguai, Reino Unido, Tanzânia, Uruguai, Venezuela. Dentre estas operações, a Petrobras conta com cerca de 80 mil funcionários.

Sua sede está localizada no estado do Rio de Janeiro, mas atua nos 26 estados brasileiros, bem como no Distrito Federal, possuindo 4 usinas de biodiesel, 7 refinarias, 6 usinas de etanol, 8 termelétrica, 7 gasodutos, 16 terminais de oleodutos, 10 bacias e 1 fábrica de fertilizante. Conta também com uma frota de veículos e navios para atender os 7.500 postos espalhados pelo Brasil, dos quais revendem combustíveis e óleos lubrificantes.

4.2.1 Demonstrações financeiras da Petrobras

Descrição	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Ativo Total	669.032.000	752.967.000	793.375.000
Ativo Circulante	118.101.000	123.351.000	135.023.000
Caixa e Equivalentes de Caixa	27.628.000	37.172.000	44.239.000
Aplicações Financeiras	21.316.000	9.101.000	24.763.000
Contas a Receber	22.681.000	22.652.000	21.167.000
Estoques	29.736.000	33.324.000	30.457.000
Ativos Biológicos			
Tributos a Recuperar	11.387.000	11.646.000	10.123.000
Despesas Antecipadas			
Outros Ativos Circulantes	5.353.000	9.456.000	4.274.000
Ativo Não Circulante	550.931.000	629.616.000	658.352.000
Ativo Realizável a Longo Prazo	38.531.000	44.000.000	50.104.000
Investimentos	12.477.000	15.615.000	15.282.000
Imobilizado	418.716.000	533.880.000	580.990.000
Intangível	81.207.000	36.121.000	11.976.000
Passivo Total	669.032.000	752.967.000	793.375.000
Passivo Circulante	69.621.000	82.525.000	82.659.000
Obrigações Sociais e Trabalhistas	4.420.000	4.806.000	5.489.000
Fornecedores	24.775.000	27.922.000	25.924.000
Obrigações Fiscais	704.000	659.000	657.000
Empréstimos e Financiamentos	15.320.000	18.782.000	31.565.000
Outras Obrigações	22.792.000	25.930.000	16.909.000
Provisões	1.610.000	1.912.000	2.115.000
Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	0	2.514.000	0
Passivo Não Circulante	268.636.000	321.108.000	399.994.000
Empréstimos e Financiamentos	180.994.000	249.038.000	319.470.000
Outras Obrigações			
Tributos Diferidos	24.472.000	23.206.000	8.052.000
Provisões	63.170.000	48.864.000	72.472.000
Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados			
Lucros e Receitas a Apropriar			
Patrimônio Líquido Consolidado	330.775.000	349.334.000	310.722.000
Capital Social Realizado	205.392.000	205.411.000	205.432.000
Reservas de Capital	630.000	737.000	-646.000
Reservas de Reavaliação			
Reservas de Lucros	134.929.000	149.036.000	149.015.000
Lucros/Prejuízos Acumulados	-154.000	0	-21.577.000
Ajustes de Avaliação Patrimonial			
Ajustes Acumulados de Conversão			
Outros Resultados Abrangentes	-12.376.000	-7.244.000	-23.376.000
Participação dos Acionistas Não Controladores	2.354.000	1.394.000	1.874.000

Quadro 10 - Balanços patrimoniais da Petrobras (2012-2014).

Fonte: CVM, 2015.

Descrição	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	281.379.000	304.890.000	337.260.000
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-211.937.000	-234.995.000	-256.823.000
Resultado Bruto	69.442.000	69.895.000	80.437.000
Despesas/Receitas Operacionais	-37.966.000	-35.538.000	-102.353.000
Despesas com Vendas	-9.604.000	-10.601.000	-15.974.000
Despesas Gerais e Administrativas	-9.842.000	-10.751.000	-11.223.000
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos			
Outras Receitas Operacionais			
Outras Despesas Operacionais	-18.604.000	-15.281.000	-75.607.000
Resultado de Equivalência Patrimonial	84.000	1.095.000	451.000
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	31.476.000	34.357.000	-21.916.000
Resultado Financeiro	-3.723.000	-6.202.000	-3.900.000
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	27.753.000	28.155.000	-25.816.000
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-6.794.000	-5.148.000	3.892.000
Resultado Líquido das Operações Continuadas	20.959.000	23.007.000	-21.924.000
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas			
Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas			
Ganhos/Perdas Líquidas sobre Ativos de Operações Descontinuadas			
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	20.959.000	23.007.000	-21.924.000

Quadro 11: Demonstrações dos resultados da Petrobras (2012-2014).

Fonte: CVM, 2015.

Número de Ações (Mil)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Do Capital Integralizado			
Ordinárias	7.442.454	7.442.454	7.442.454
Preferenciais	5.602.043	5.602.043	5.602.043
Total	13.044.497	13.044.497	13.044.497

Quadro 12 - Ações da emitidas Petrobras.

Fonte: Infomoney, 2015.

4.2.2 Análise financeira da Petrobras

LIQUIDEZ	2012	2013	2014
LG	0,46	0,41	0,38
LC	1,7	1,49	1,63
LS	1,27	1,09	1,27

Quadro 13: Índices de liquidez da Petrobras

Fonte: Elaborado pelos autores.

Observa-se por meio dos índices de liquidez, que a Petrobras apresentou uma situação satisfatória, pois 6 dos 9 índices estiveram superiores a 1. Entretanto, o índice de liquidez geral vem piorando nos últimos anos e, com isto, evidencia que a empresa não possui capacidade de cobertura das dívidas de longo prazo com seus ativos conversíveis em dinheiro.

ENDIVIDAMENTO	2012	2013	2014
EG	51%	54%	61%
CE	21%	20%	17%

Quadro 14 - Índices de endividamento da Petrobras
Fonte: Elaborado pelos autores.

A Petrobras apresentou em seus três últimos anos, endividamento geral (EG) elevado, superior a 50%. Dessa forma, é evidente que a empresa passou a depender muito mais de capital de terceiros, situação esta que vem a ser insatisfatória. No entanto, a composição de endividamento (CE) mostra uma predominância de obrigações vencíveis em longo prazo. Situação esta que ameniza o endividamento excessivo, pois garante tempo para a empresa gerar recursos e honrar com as dívidas, classificando desta forma esse índice como condição satisfatória.

RENTABILIDADE	2012	2013	2014
MO	11%	11%	-6%
ML	7%	8%	-7%
ROA	3%	3%	-3%
ROE	6%	7%	-7%

Quadro 15 - Índices de rentabilidade da Petrobras.
Fonte: Elaborado pelos autores.

A rentabilidade da Petrobras é insatisfatória, pois a margem operacional (MO) e líquida (ML) são inferiores a 20%. O retorno sobre o ativo (ROA) é extremamente baixo, além disso, no último ano passou a ser negativo. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) não é suficiente para ultrapassar a taxa mínima de atratividade de 14,25%, revelando que a empresa não oferece retorno atrativo aos seus acionistas.

Análise Horizontal	2012	2013	2014
AH receita de venda	100	108,36%	119,86%
AH lucro/prejuízo	100	109,77%	-104,6

Quadro 16 - Análise horizontal (AH) da Petrobras.
Fonte: Elaborado pelos autores.

A análise horizontal (AH) apurou que as vendas da Petrobras estão satisfatórias, pois obteve acréscimo nos três anos analisados. Entretanto, a AH do resultado foi classificada como insatisfatória, pois a empresa obteve prejuízo em 2014.

MERCADO DE CAPITAIS	2012	2013	2014
VPA	25,36	26,78	23,82
M(valor de mercado)	19,55	15,99	9,59
P/B (M/VPA)	0,77	0,6	0,4

Quadro 17 - Índices de mercado de capitais da Petrobras.
Fonte: Elaborado pelos autores.

Os índices de mercado de capitais da Petrobras foram qualificados com uma situação insatisfatória, uma vez que suas ações se encontraram subavaliada, em razão do P/B ser inferior a 1 nos três anos em análise.

Isto revela que as ações da empresa estão sendo negociadas por um valor menor do que vale em seus registros contábeis, dessa forma, os investidores têm uma expectativa negativa em relação à empresa.

4.3 VALE DO RIO DOCE

A Vale do Rio Doce (Vale S.A) é uma sociedade anônima de capital aberto fundada em 1942 no Brasil em minas gerais. A empresa atua no segmento de mineração de carvão, cobalto, cobre ferroligas, fertilizantes, manganês, minério de ferro, níquel, pelotas e PGMS. Além de atuar na mineração também mantém operações nas áreas de logística – para garantir à agilidade e segurança no transporte dos minerais. A empresa utiliza suas ferrovias e navios dos quais também transportam carga para terceiros e também transportam passageiro em alguns dos seus trens. Possui também uma siderúrgica – produzindo o aço; e possuindo hidrelétricas – produzindo energia.

Além do Brasil, a Vale atualmente é atuante na Argentina, Canadá, Estados Unidos, Peru, Paraguai, Chile, Reino Unido, Suíça, Áustria, Omã, Emirados Árabes, Moçambique, Zâmbia, Malouí, Índia, China, Coreia do Sul, Malásia, Cingapura, Taiwan, Indonésia, Filipinas, Japão, Austrália e Nova Caledônia. Assim, totalizam a sua atuação em 26 países. Em meio a todas estas as operações a Vale conta com 200 mil funcionários.

A matriz da Vale fica no Rio de Janeiro, tendo operações em 14 estados brasileiros. No Brasil possui 1 siderúrgica, 12 hidroelétricas, 6 minério químico, 10 usinas de pelotização, 2 minas subterrânea e 6 em céu aberto.

4.3.1 Demonstrações financeira da Vale

Balanço patrimonial			
Descrição	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Ativo Total	266.921.654	291.880.311	309.415.532
Ativo Circulante	46.039.617	57.104.708	53.744.764
Caixa e Equivalentes de Caixa	11.917.717	12.465.248	10.555.341
Aplicações Financeiras			
Contas a Receber	14.670.865	13.971.366	10.236.912
Estoques	10.319.973	9.662.411	11.955.665
Ativos Biológicos			
Tributos a Recuperar	4.619.901	9.261.746	8.714.768
Despesas Antecipadas			
Outros Ativos Circulantes	4.511.161	11.743.937	12.282.078
Ativo Não Circulante	220.882.037	234.775.603	255.670.768
Ativo Realizável a Longo Prazo	15.560.930	18.974.756	19.071.659
Investimentos	13.044.460	8.396.791	10.977.902
Imobilizado	173.454.620	191.308.239	207.507.063
Intangível	18.822.027	16.095.817	18.114.144
Passivo Total	266.921.654	291.880.311	309.415.532
Passivo Circulante	25.668.298	22.517.296	28.513.757
Obrigações Sociais e Trabalhistas	3.024.651	3.247.361	3.088.833
Fornecedores	9.255.150	8.836.523	11.566.246
Obrigações Fiscais	1.974.208	2.753.607	2.398.519
Empréstimos e Financiamentos	7.092.878	4.157.870	3.768.187
Outras Obrigações	423.336	479.267	812.698
Provisões	3.571.524	1.992.792	6.585.614
Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	326.551	1.049.876	293.660
Passivo Não Circulante	88.343.919	117.240.949	131.300.152
Empréstimos e Financiamentos	54.762.976	64.819.144	72.749.124
Outras Obrigações	146.440	11.191	288.315
Tributos Diferidos	7.753.893	7.561.947	8.873.715
Provisões	25.680.610	44.848.667	49.388.998
Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados			
Lucros e Receitas a Apropriar			
Patrimônio Líquido Consolidado	152.909.437	152.122.066	149.601.623
Capital Social Realizado	75.000.000	75.000.000	77.300.000
Reservas de Capital	-789.637	-789.637	-919.821
Reservas de Reavaliação			
Reservas de Lucros	70.611.673	61.422.116	50.337.750
Lucros/Prejuízos Acumulados	14.627	0	0
Ajustes de Avaliação Patrimonial	-4.176.448	-2.815.532	-4.553.335
Ajustes Acumulados de Conversão	9.004.196	15.528.860	24.250.089
Outros Resultados Abrangentes			
Participação dos Acionistas Não Controladores	3.245.026	3.776.259	3.186.940

Quadro 18 - Balanços patrimoniais da Vale (2012-2014).

Fonte: CVM, 2015.

Descrição	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	91.269.482	101.489.747	88.274.564
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-49.832.384	-52.510.638	-59.085.904
Resultado Bruto	41.437.098	48.979.109	29.188.660
Despesas/Receitas Operacionais	-26.269.907	-15.542.394	-11.616.062
Despesas com Vendas	-431.149	-217.128	-203.459
Despesas Gerais e Administrativas	-3.818.072	-2.586.872	-2.399.982
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-12.213.468	-5.389.114	-2.783.737
Outras Receitas Operacionais	-1.036.000	-508.000	-440.774
Outras Despesas Operacionais	-10.011.807	-7.840.110	-6.929.791
Resultado de Equivalência Patrimonial	1.240.589	998.830	1.141.681
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	15.167.191	33.436.715	17.572.598
Resultado Financeiro	-8.239.107	-18.442.834	-14.753.163
Receitas Financeiras	2.605.345	5.795.196	8.667.498
Despesas Financeiras	-10.844.452	-24.238.030	-23.420.661
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	6.928.084	14.993.881	2.819.435
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	2.594.950	-15.247.845	-2.599.847
Corrente	-4.939.350	-17.367.505	-2.352.120
Diferido	7.534.300	2.119.660	-247.727
Resultado Líquido das Operações Continuadas	9.523.034	-253.964	219.588
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-132.100	-3.602	0
Lucro/Prejuízo Líquido das Operações Descontinuadas			
Ganhos/Perdas Líquidas sobre Ativos de Operações Descontinuadas			
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	9.390.934	-257.566	219.588

Quadro 19 - Demonstrações dos resultados da Vale (2012-2014).

Fonte: CVM, 2015.

Ações			
Número de Ações (Mil)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Do Capital Integralizado			
Ordinárias	3.256.725	3.256.725	3.217.188
Preferenciais	2.108.580	2.108.580	2.027.128
Total	5.365.305	5.365.305	5.244.316

Quadro 20 - Ações emitidas da Vale.

Fonte: Informoney, 2015.

4.3.2 Análise financeira da Vale

LIQUIDEZ	2012	2013	2014
LG	0,54	0,54	0,46
LC	1,79	2,54	1,88
LS	1,39	2,11	1,47

Quadro 21 - Índices de liquidez da Vale.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Analisando os índices de liquidez da Vale, constatou-se uma situação satisfatória, uma vez que 6 dos 9 índices apresentaram-se maiores que 1. No entanto, o índice de liquidez geral é menor do que 1 e vem declinando nos últimos anos, com isto pode-se perceber que a empresa está incapaz de cobrir suas obrigações de longo prazo com seus ativos conversíveis.

ENDIVIDAMENTO	2012	2013	2014
EG	43%	48%	52%
CE	23%	16%	18%

Quadro 22 - Índices de endividamento da Vale.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Analisando o endividamento geral (EG) da Vale, observa-se uma tendência de crescimento entre 2012 e 2014, chegando a ultrapassar o percentual de 50% em 2014, revelando que a empresa passou a depender mais de capitais de terceiros, passando para uma posição insatisfatória nesse quesito. O perfil de dívida, medido pela composição do endividamento (CE), mostrou-se satisfatória em razão da maior parte das dívidas ter vencimento em longo prazo.

RETABILIDADE	2012	2013	2014
MO	17%	33%	20%
ML	10%	-0,25%	0,25%
ROA	4%	-0,09%	0,07%
ROE	6%	-0,17%	0,15%

Quadro 23 - Índices de rentabilidade da Vale.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A margem operacional (MO) apresentou satisfatória, pois nos dois últimos anos foi superior a 20%. Entretanto a margem líquida (ML), o retorno sobre o ativo (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) apresentaram-se em situação insatisfatória.

Observa-se que a ML é a 20%, o ROA é extremamente baixo e o ROE foi inferior à taxa SELIC de 14,25%. Apesar dos fracos índices de rentabilidade a empresa mostrou poder de recuperação, pois apresentou prejuízo em 2013, mas reverteu em 2014.

Análise horizontal	2012	2013	2014
AH receita de venda	100	111,20%	96,72%
AH lucro/prejuízo	100	-2,74%	2,34%

Quadro 24 - Análise horizontal (AH) da Vale.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A AH da Vale constatou que as receitas de vendas e o lucro líquido apresentaram situações insatisfatórias. Uma vez que, as receitas de vendas tiveram declínio de 3,28% em seu último ano em comparação ao exercício base. Dessa forma, mostra que a empresa, em 2014, reduziu suas vendas conseqüentemente diminuindo uma moderada participação no mercado. Já, o lucro líquido demonstrou declínio em comparação ao exercício base revertendo para prejuízo em 2013, mas voltou para o patamar positivo em 2014.

MERCADO DE CAPITAIS	2012	2013	2014
VPA	28,5	28,35	28,53
M(valor de mercado)	42,28	35,71	21,91
P/B (M/VPA)	1,48	1,26	0,77

Quadro 25 - Índice do mercado de capitais da Vale
Fonte: Elaborado pelos autores.

No último ano, em consequência das suas ações terem se apresentado subavaliadas, em razão do P/B menor do que 1, expressando, desta forma, que os investidores deixaram de acreditar nos projetos futuros da companhia, pois atualmente pagam menos por ação do que a riqueza reportada por meio da contabilidade.

4.4 ANÁLISE CONJUNTA DA AMBEV, PETROBRAS E VALE

	Ambev	Petrobras	Vale
Índices de liquidez	insatisfatória	satisfatória	satisfatória
Índice de endividamento			
EG	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória
CE	insatisfatória	satisfatória	satisfatória
Índice de rentabilidade			
MO	satisfatória	insatisfatória	satisfatória
ML	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória
ROA	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória
ROE	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória
Análise horizontal			
AH receita de venda	satisfatória	satisfatória	insatisfatória
AH lucro/prejuízo	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória
índices do mercado de capitais			
VPA	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória
P/B	satisfatória	insatisfatória	insatisfatória

Quadro 26 - Resumo das análises de Ambev, Petrobras e Vale.
Fonte: Elaborado pelos autores.

Depois de apurados os índices, comparados com padrões pré-estabelecidos e classificados como satisfatórios ou insatisfatórios, o passo seguinte é avaliar a importância de cada um deles para chegar a uma conclusão final.

Segundo Matarazzo (2010), a importância de cada índice vai depender do usuário que está utilizando a ferramenta de análise financeira. Como o objetivo dessa pesquisa é empregar a análise financeira como ferramenta para tomada de decisão de investimento em ações, o usuário aqui é representado pelo investidor. Assim sendo, o índice que representa o maior peso no julgamento do investidor de ações é o ROE, ficando os demais como complementares.

Dessa maneira, conforme constatado no Quadro 26, apenas a Ambev conseguiu ultrapassar a taxa de 14,25% (SELIC) tomando como base o seu ROE. Além disso, a Ambev possuiu o maior ROE, sobressaindo-se também quando observado os índices complementares, o que a indica como a melhor para investimento em ações, dentre as maiores empresas brasileiras em valor de mercado. Nesse sentido, foi identificado que as ações da Petrobrás e a da Vale não são atrativas para se investir, uma vez que apresentam uma maior proporção de índices insatisfatórios.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou investigar a atratividade do investimento nas empresas brasileiras com maior valor de mercado, que têm suas ações negociadas em bolsas de valores, valendo-se da ferramenta de análise financeira para tomada de decisão. Para tanto, buscou-se os balanços patrimoniais e os resultados das empresas selecionadas (Ambev, Petrobras e Vale), referentes aos anos de 2012 a 2014, com a finalidade de examinar as suas dimensões financeira, econômica e mercadológica.

A dimensão financeira representada pela liquidez e pelo endividamento, a dimensão econômica representada pela rentabilidade e percepção do mercado representada pelos indicadores do mercado de capitais. A partir das análises realizadas, constatou-se que a empresa Ambev é a empresa mais atrativa, no momento, dentre as três pesquisadas.

Em complemento, ao examinar o conjunto de índices foi possível constatar que a dimensão financeira está boa, pois as empresas gozam de boa liquidez, principalmente no curto prazo, e de um endividamento moderado (em torno de 50%), com exceção da Petrobras

em 2014. O pior desempenho ficou por conta da dimensão econômica, no que diz respeito à geração de margens e retornos, revelando que duas das três maiores empresas do país (Petrobras e Vale) enfrentam dificuldades, nos últimos anos, para remunerar adequadamente o capital nelas aportados por seus investidores.

Essa situação adversa evidenciada pelos resultados parece já estar refletida na baixa valorização das ações das empresas Petrobras e Vale, cujo mercado não aceita pagar sequer o valor da riqueza registrado em seus balanços. No entanto, além de uma boa situação financeira e econômica, a Ambev também é muito bem avaliada pelo mercado.

As empresas em questão não só são as que possuem os maiores valores de mercado no Brasil, mas também possuem grande importância econômica para a nação. Possuem mais de 500 mil investidores, movimentam cerca de 20% do volume financeiro diário da Bolsa de Valores (BM&F BOVESPA, 2015), empregando mais de 300 mil pessoas. Suas marcas são reconhecidas como sinônimo de qualidade e confiabilidade. Embora sejam empresas admiráveis por sua história e porte, isto, por si só, não significa que sejam bons investimentos, o que deve ser julgado mediante o emprego de técnicas científicas que embasem a tomada de decisão.

O presente trabalho não examinou os índices de atividade (também chamados de ciclos), por serem menos relevantes aos investidores do mercado de capitais. Mas sugere-se incluí-los em pesquisas futuras pela importância que o desempenho operacional, medido por eles, tem na formação do resultado.

Além disso, o aspecto do ambiente externo, representado pelo contexto econômico foi ignorado como fator explicativo do baixo desempenho das empresas, reconhecendo os impactos diferenciados de cada setor. Os anos de 2013 e 2014 foram anos difíceis para a economia brasileira com inflação e juros em elevação, o que não favorece o investimento produtivo. Esta limitação poderia ser resolvida escolhendo um período sem anormalidades conjunturais para nova comparação de desempenhos.

Ademais, poderia ser feito um estudo comparativo entre as empresas empregando a diferença de médias entre os índices de rentabilidade para confirmar, por significância estatística, a superioridade da Ambev sobre as demais, o que demandaria o uso dos resultados trimestrais e um período mais longo.

REFERÊNCIAS

AMBEV. Relatório de Administração. Disponível em: <<http://www.ambev.com.br/relatorio-anual-2013/port/index.htm>> Acesso em: 28/11/2015

SANT'ANNA, Demitri Pinheiro de; LOUZADA, Luiz Cláudio; QUEIROZ, Edson; FERREIRA, Bruno Perez Ferreira. Valor de mercado e valor contábil e sua relação com o resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. **Revista de contabilidade e organizações**, n. 23, p. 3-13, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo : Atlas, 2007

BACEN – Banco Central do Brasil, 2015. **Ata da 5ª reunião de 2015**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ptbr/paginas/default.aspx>> Acesso em: 08 dezembro 2015.

BLATT, Adriano. **Análise de balanços, estrutura e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis**. 1. ed. São Paulo: Makron Books, 2001.

BM&F BOVESPA, 2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 29 de julho de 2015

BRAGA ,Roberto , MARQUES, José Augusto Veiga da Costa, **Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da companhia paranaense de energia –copel**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 07, n. 4, outubro/dezembro 2000.

BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

BUFFETT, W; CLARK, D. **Warren Buffett e a Análise de Balanços: Como Identificar Empresas com Vantagem Competitiva de Longo Prazo por Meio de Suas Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Sextante, 2010.

CAPOBIANGO, R. P.; ABRANTES, L. A.; FERREIRA, M. A. M. & FARONI, W. (2012). Desempenho financeiro: um estudo com empresas de três diferentes setores. **Revista de Ciências Humanas**, p. 165-180, 2012.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 30 agosto de 2015.

CORNETT, Marcia Millon; JUNIO, Troy Adair; NOFSINGER, John. **Finanças: Série A**. 1 ed. : McGrawHill, 2013.

DEBASTIANI , Carlos Alberto; RUSSO, Felipe Augusto. **Avaliando Empresas, investindo em ações: aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas**. - São Paulo , Novatec Editora, 2008.

FRANCO, Hilário. **Estrutura, Análise e Interpretação de Balanços**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1986

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

INFOMONEY. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/>> Acesso em: 30 de agosto de 2015.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Curso de contabilidade para não contadores**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

LIMEIRA, André Luiz Fernandes. SILVA, Carlos Alberto dos Santos. VIEIRA, Carlos. SILVA, Raimundo Nonato Souza. **Contabilidade para executivos**. 9º ed. Rio de Janeiro: FGV, 2010.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo : Atlas, 2003.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: Contabilidade Empresarial**. 6. ed. São Paulo : Atlas, 2010.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanço**. 2. ed. São Paulo : Atlas, 2010.

MEDEIROS, Flaviani Souto Bolzan. RIBEIRO, Mayara de Oliveira. BOLIGON, Juliana Andréia Rüdell. DENARDIN, Élio Sérgio. MURINI, Lisandra Taschetto. **Análise nos demonstrativos contábeis através de índices financeiros e econômicos: o caso de um escritório de advocacia**. IX Congresso Virtual Brasileiro – Administração 23 a 25 de novembro de 2012.

MYER, John Nichola. **Análise das demonstrações financeiras**. 1. ed. São Paulo : Atlas, 1972.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. São Paulo : Atlas, 2010.

PETROBRAS. **Relatório de Administração**. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/pt/?gclid=CJDZ19DU08kCFYMGkQodzI4MDw>> Acesso em: 30/11/2015.

REIS, Arnaldo Carlos Rezende. **Demonstrações contábeis: estrutura e análise**. 2. ed. São Paulo : Saraiva, 2006.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

TOZZINI, Sidney. O Benchmarking Corporativo: O Benchmarking Financeiro e a Gestão Estratégica das Empresas. **Revista Acadêmica**, São Paulo, n. 8, p. 64-76, nov. 2008.

VALE DO RIO DOCE. **Relatório de Administração**. Disponível em: <
<http://www.vale.com/brasil/PT/Paginas/default.aspx>> Acesso em: 01/12/2015.

1 INTRODUÇÃO

Diante de uma economia globalizada, onde o mercado de capitais representa uma parcela importante de recursos financeiros para as economias, e as incorporações, fusões e cisões são mais frequentes, a avaliação empresarial justa representa informação importante para agentes econômicos.

A análise de valor de um ativo isolado engloba diversos aspectos, podendo gerar questionamentos e discordâncias quanto a metodologia. O que dizer do processo de avaliação de uma empresa, que é composta por muitos ativos, tangíveis e intangíveis, onde interagem interesses conflitantes.

Alerta, Martins (2001) que a avaliação empresarial é feita muitas vezes de forma emocional e que leva em conta a representatividade da empresa diante do público e até mesmo pela aceitação do produto que ela vende ou da importância do mesmo no cotidiano.

Uma empresa diferente de seus projetos espera-se que tenha uma vida infinita e, portanto, opere e gere resultados por períodos indeterminados, desta forma questiona-se, quais técnicas devem ser utilizadas no processo de avaliação de uma empresa de forma a expressar de melhor forma seu real valor. Outro ponto a se destacar é o propósito da avaliação, mais precisamente a que ela se destina, que pode também influenciar no valor estimado.

Damodaran (2007) ressalta que quaisquer percepções que o analista trazer ao processo de avaliação acabam por se incorporar ao valor. Nesse contexto pode-se dizer que o conceito de valor é formado advindo de um processo de múltiplas variáveis e que o preço é a materialização monetária resultante de todo esse processo.

Neste sentido, é preciso considerar que ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse e ninguém fecharia uma empresa se pudesse ser vendida por melhor valor em pleno funcionamento.

Nesse contexto, o presente estudo procura responder ao seguintes questionamento: **Qual a importância do potencial gerador de valor das empresas no processo de avaliação empresarial?**

Assim, observa-se que a escolha de métodos de avaliação que visam expressar o valor justo das empresas são importantes para a realização de fusões, incorporações ou cisões, além de ser ferramenta importante na tomada de decisão de investidores e acionistas.

Nesse contexto, estudos dessa natureza são importantes para investidores, analistas de investimento e empresas, no universo acadêmico constitui acervo de pesquisa fornecendo informação relevante ao tema avaliação empresarial para estudantes e pesquisadores do tema.

O objetivo desta pesquisa foi analisar a relevância do potencial gerador de valor nos métodos de avaliação empresarial na busca pelo valor justo da empresa, uma vez que o vasto ferramental técnico acerca do tema propicia discussões.

Para alcance do objetivo da pesquisa, o presente estudo esta dividido em 4 seções: a primeira que introduziu e contextualizou o tema, a segunda abrange o levantamento de diversas abordagens de avaliação de empresas, com o propósito de discutir qual a que melhor traduz o potencial de geração de riqueza de uma empresa. A terceira seção expõe a metodologia utilizada e a quarta seção as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O estudo da relevância do potencial gerador de valor nos métodos de avaliação empresarial pressupõe o conhecimento de alguns conceitos e modelos teóricos referentes ao tema avaliação empresarial. Sendo assim, se faz necessário expô-los para um melhor entendimento do contexto em que esse estudo é pautado. Conceitos chaves como valor e preço, além dos principais modelos de avaliação empresarial, elencando as principais fragilidades de cada modelo e por fim analisando a importância do potencial gerador de valor durante o processo de avaliação empresarial.

2.1 ANÁLISE DE VALOR

A análise de valor de uma empresa engloba diversos aspectos, mas antes de discuti-los faz-se necessário diferenciar dois conceitos fundamentais para o entendimento do tema valor empresarial, são eles valor e preço. De acordo com Paiva (2001), no campo econômico, “valor” pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva).

Desse modo, o valor é determinado pelo grau de utilidade de um bem ou serviço para o indivíduo, como o grau de utilidade e preferência dos indivíduos são mutáveis não há maneira de fugir dessa subjetividade já que a mensurabilidade não está claramente definida.

Assim, um fator relevante na avaliação é determinar antes de qualquer coisa o objetivo, ou seja, a que se destina o processo de avaliação e que modelo será usado para tal como, por exemplo: valor patrimonial (*book value*), valor de mercado (*market value*) e valor justo (*fair value*). Devido a essa subjetividade, pode-se dizer que o valor é relativo e depende de vários fatores.

Já o preço, segundo Gitman (2001), é um conceito único exato e preciso que reflete fielmente a mensuração financeira de uma determinada empresa ou bem em uma transação de compra e venda. De qualquer forma, o preço só será definido levando em conta os desejos e preferências dos vendedores e compradores.

Com propriedade Falcini (1995) afirma que uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base. Essa estimativa é uma tentativa de se estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado.

Damodaran (2012) complementa demonstrando que, quaisquer percepções que o analista trazer ao processo de avaliação acabarão por se incorporar ao “valor”, este fenômeno é chamado de viés do analista, que pode ser influenciado pelo sentimento do mesmo.

Nesse contexto pode-se afirmar que o conceito de valor é formado por meio de um processo de múltiplas variáveis e que o preço é a materialização monetária advinda de toda essa soma de fatores.

2.2 AVALIACAO EMPRESARIAL

A correta avaliação do valor de uma empresa é fundamental para as ocasiões de negociações diversas no mercado, mas também é relevante para a tomada de decisões estratégicas dentro dos setores administrativos da organização. Contudo, vale dizer que nenhum método pode contar exclusivamente com elementos objetivos, já que existem fatores subjetivos a serem levados em consideração. Sem considerar os fatores subjetivos não será possível chegar-se a um valor concreto e final para a empresa.

De acordo com Martins (2001), existem várias técnicas de avaliação empresarial dentre as quais, pode-se destacar:

- Técnicas comparativas de Mercado: por meio destas técnicas procuram-se estimar o valor da empresa por meio da comparação com empresas similares transacionadas no mercado;
- Técnicas baseada em ativos e passivos contábeis ajustados: estas técnicas visam auferir o valor econômico da empresa com base na conversão de valor de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis;
- Técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios: estas técnicas partem do pressuposto que o valor do empreendimento deve levar em consideração as potencialidades de geração de riqueza futura da empresa.

Ressalta Damodaran (2012), há apenas duas abordagens de avaliação: intrínseca e relativa. O valor intrínseco de um ativo é dado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados durante sua vida útil e pelo nível de incerteza a eles associados. Já a avaliação relativa, consiste em estimar o valor do ativo baseado nos preços de mercado de ativos equivalentes.

4.2.1 Modelos de avaliação

O valor de uma empresa pode ser determinado através de um dos modelos de avaliação de empresas, mas a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente pelos profissionais dessa área, faz-se necessário que os empreendedores e investidores conheçam as diversas ferramentas que possibilitam avaliações justas das empresas, abaixo elencamos algumas dessas ferramentas mais utilizadas.

4.2.1.1 Modelo de avaliação patrimonial contábil

Segundo Martins (2001) este modelo edifica-se na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais. Pode ser útil para empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* (potencial gerador de riqueza) significativo. De acordo com este método, o valor da empresa pode ser obtido pela equação fundamental do patrimônio, isto é, a partir da liquidação dos ativos, satisfaz-se os passivos e o que sobrar é a riqueza residual da qual os acionistas fazem jus.

A equação a seguir descreve o valor da empresa como sendo:

Valor da empresa = ativos contábeis - passivos exigíveis contábeis = patrimônio líquido

4.2.1.2 Modelo da avaliação patrimonial pelo mercado

Martins (2001) afirma que esse método consiste na mensuração dos passivos e ativos exigíveis com base no valor de mercado dos itens específicos, embora seja bastante utilizado esse modelo não leva em consideração a potencialidade de geração de benefícios futuros dos ativos. O modelo a seguir descreve como realizar a estimação por este método:

Valor da empresa = ativos ajustados - passivos exigíveis ajustados

4.2.1.3 Modelo baseado no preço/lucro das ações similares

Esse modelo se constitui na comparação com as outras empresas do setor, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002). Observando empresas similares a avaliada, a relação preço/lucro dessa empresa seria multiplicada pelo lucro da avaliada produzindo, assim, o valor do empreendimento. Esse modelo, no entanto, apresenta certas limitações, por exemplo:

- Considera o lucro contábil;
- Ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos;
- Considera implícita a ideia de eficiência de mercado.

4.2.1.4 Modelo da capitalização dos lucros

Martins (2001) explica que o modelo parte dos lucros médios ponderados antes dos juros e tributos, capitalizando-os com o uso de taxa subjetivamente determinada.

A principal limitação atribuída a esse mecanismo é que ele parte do lucro apurado pela contabilidade tradicional, não levando em conta os benefícios da riqueza futuras que possam vir a ser geradas.

4.2.1.5 Modelo baseado no EVA (*Economic Value Added*)

Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002) o EVA visa calcular o valor da empresa baseado no lucro econômico projetado. Sendo assim, o valor de mercado EVA é calculado da seguinte forma:

Valor de mercado = Valor presente dos EVA futuros + Capital

Assim, o valor da empresa no mercado é razão direta de seu desempenho como organização geradora de valor ao acionista, baseada em seus resultados.

Onde, calcula-se o valor presente dos EVAs projetados e adiciona-se o capital empregado para calcular o valor da empresa.

4.2.1.6 Modelo do fluxo de caixa livre operacional (*Modelo of Free Operating Cash Flow*)

Encontra-se no fluxo de caixa operacional da empresa, o melhor indicador de capacidade de geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de determinado negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *Goodwill*.

A Metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) objetiva valorar um empreendimento com base na sua capacidade de geração de renda. Martins (2001) destaca a importância desta leitura para identificação da viabilidade do negócio. Martelanc, Pasin e Pereira (2010) esclarecem que o valor da empresa está relacionado à sua capacidade de produção de fluxos de caixa positivos.

Para fins de avaliação, recomenda-se o cálculo do Fluxo de Caixa Livre Operacional (FCL), pois, segundo Damodaran (2012), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da

empresa, após os impostos, e que se encontra disponível para os credores e os acionistas. Deve-se calcular o FCL antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

A seguir a descrição para apuração do fluxo de caixa livre (FCL):

Receitas Operacionais Líquidas
(-) Custo do Produto Vendido e outras Despesas Operacionais
= EBIT (ou Lucro Operacional)
(+) Despesas Operacionais que não afetam o Caixa (Ex. Depreciação)
= EBITDA
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro
= Geração de Caixa Operacional
(+/-) Variação nos Investimentos Permanentes e no Capital Circulante Líquido
= Fluxo de Caixa Livre (FCL)

O FCL tem como vantagem expor exatamente o valor que os acionistas e outros fornecedores poderão contar para sua remuneração, portanto, trata-se da riqueza líquida, depois de satisfeitas as necessidades de reinvestimento na empresa (representada pela variação dos investimentos permanentes e no capital circulante líquido).

Para reforçar a importância da geração de fluxo de caixa na empresa, pode-se finalizar com o trecho de Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 85) que nos diz que:

Os administradores que usam a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar suas empresas, priorizando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, em última análise, serão recompensados com os preços mais altos de suas ações. As evidências do mercado são conclusivas. Uma abordagem simplista do lucro contábil levará a decisões que destruirão valor.

4.2.1.7 Modelo do valor econômico da empresa

É fundamental a diferenciação, neste momento, do que representa o valor econômico da empresa e o valor da empresa para seu acionista. Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002), pode-se definir:

<p>Valor Econômico da Empresa = Valor Presente dos Fluxos de Caixa + Valor Residual ou Valor da Perpetuidade + Valor de Mercado dos Ativos não Operacionais</p>
<p>Valor da Empresa para o Acionista = Valor Econômico da Empresa – Valor de Mercado dos Passivos de Longo Prazo (Capital de Terceiros Oneroso)</p>

Sendo que o valor econômico da empresa é dado pela seguinte relação:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{FCL_t \times (1 + g)}{CMePC - g}$$

Onde:

$FCL_{(t)}$ = fluxo de caixa livre do último período.

CMePC = custo médio e ponderado de capital.

g = taxa de crescimento.

De acordo com Gitman (2010), o modelo CAPM (Capital Asset Price Model) pode ser utilizado para determinar a taxa de retorno esperada sobre o capital próprio, que é o custo de oportunidade do investidor, pois representa a expectativa de retorno do capital, e é o parâmetro que utilizará para decidir entre aplicar seu capital na empresa e não em outras oportunidades.

Ainda, conforme Gitman (2010), o princípio deste modelo é que a taxa de rendimento requerida por um investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prêmio pelo risco. Nesse modelo, somente o risco sistemático é importante (não diversificável). O coeficiente de risco do ativo Beta (β), que se propõe a medir a relação existente entre as variações dos retornos de um título (r_i) e o global do mercado (r_m). O β tenta evidenciar a sensibilidade de determinado ativo aos aspectos que impactam todo o mercado, sendo o prêmio pelo risco representado pela sensibilidade do ativo combinada com o diferencial obtido entre os rendimentos esperados pelo mercado e o rendimento livre de risco.

Custo de capital próprio $i = r_f + \text{prêmio pelo risco do ativo}$

Onde prêmio pelo risco do ativo é:

Prêmio pelo risco do ativo $i = \beta_i \times [E(r_m) - r_f]$

Esta separação é de vital importância, pois o valor de uma empresa apurado por este método, é determinado pelo fluxo de caixa futuro de suas operações, porém, isto não significa

que este fluxo pertença apenas aos acionistas da empresa, mas também aos demais credores que co-financiam os ativos operacionais que gerarão tais fluxos.

4.2.1.8 Modelo do fluxo de caixa descontado

Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que modelo do fluxo de caixa descontado se baseia nos fluxos de caixa livre descontado a taxas apropriadas, sendo assim, o valor da empresa se resume ao valor presente líquido dos fluxos de caixas projetados.

$$VPL = \sum_{j=t}^n \frac{ELC_t}{(1+k)^t}$$

Onde:

VPL = Valor presente líquido (valor da empresa)

ELC_t = Entrada líquida de caixa ou fluxo de caixa do período t

k = Taxa de desconto

n = Prazo de análise da avaliação

t = Período de ocorrência dos fluxos de caixa

A taxa de desconto “ k ” pode ser estimada por meio do modelo CAPM (*Capital Asset Price Model*), conforme já exposto.

4.2.2 Levantamento da aplicação prática dos modelos de avaliação

Diante de vários modelos de avaliação empresarial Cunha e Lapeña (2007) relatam em pesquisa com mais de 300 auditores independentes e instituições financeiras os métodos de avaliação empresarial mais utilizados o resultado está no gráfico 1:

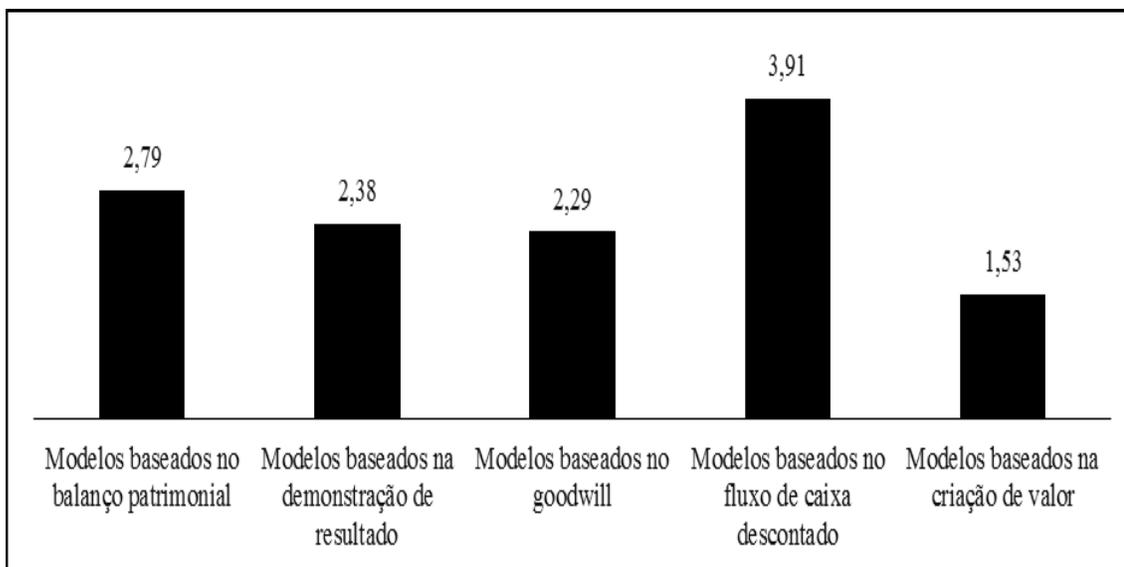


Gráfico 1 - Modelos de avaliação mais utilizados pelos auditores independentes brasileiros.
 Fonte: Adaptado de Cunha e Lapeña (2007, p. 128).

Nesta mesma linha, Martelanc et al. (2005) consultaram 29 profissionais da área de fusões e aquisições e *private equity*, dos principais bancos de investimento e consultorias financeiras do Brasil, constatando que os modelos baseados no fluxo de caixa descontado são os mais utilizados e a terceira maior utilização coube aos modelos baseados no valor contábil/patrimonial.

Entretanto, segundo Martins (2001) os modelos de valoração contábeis podem ser utilizados na avaliação de empresas que não tenham seus ativos com valores contábeis e de mercado muito distintos, assim como valores significativos de *goodwill*. Assim sendo, seu uso deve ser restrito devido às observâncias da informação contábil. Além, disso os modelos de avaliação por meio do fluxo de caixa descontado exigem a definição de uma taxa de desconto, o que pode ser outro dificultador. Isto porque, muitas empresas não possuem suas ações publicamente negociadas dificultando a estimação do seu risco.

Contudo, Damodaran (2007) defende o uso dos modelos de fluxo de caixa descontado, pois ele utiliza dados históricos e de mercado para projetar as entradas e saídas de caixa considerando a operação normal da organização, após a tributação. Então, traz a valor presente estes fluxos financeiros através de uma taxa de desconto, levando em conta todo potencial gerador de valor da firma, portanto há um certo consenso de que esse é um valor “justo” para uma empresa.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este artigo se caracteriza em uma pesquisa bibliográfica, visto que foi elaborado com base em estudos e pesquisas em livros e demais documentos já publicados, de forma a estudar sobre os métodos de avaliação de empresas, mais precisamente verificar a importância do potencial gerador de valor no processo de avaliação empresarial. Este artigo foi desenvolvido seguindo três etapas: i – busca do arcabouço teórico visando identificar os modelos de avaliação empresarial; ii – coleta e projeção dos dados a fim de conhecer os modelos mais utilizados e; iii - análise dos resultados.

Ademais, a pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa exploratória, pois busca estudar e conhecer sobre determinado assunto, buscando torná-lo mais explícito. Qualifica-se ainda como pesquisa aplicada, pois segundo Gil (2010) estas são destinadas a fornecer subsídios para aplicação prática em organizações humanas. As análises de ordem qualitativa se darão sobre o conteúdo dos textos obtidos e análise quantitativa será exposta em tabelas e gráficos, para tal se utilizou os seguintes softwares Microsoft Word[®] e Microsoft Excel[®].

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A avaliação empresarial é um tema complexo que apresenta elevado grau de subjetividade por isso não pode ser processado como uma ciência exata não sendo possível estabelecer um roteiro para sua execução. Percebe-se no cenário atual alguns fatos como o acentuado distanciamento entre o valor de mercado e contábil das empresas; a ausência de uniformidade dos princípios contábeis mundiais e o alto teor de intangibilidade no real valor das empresas.

A discussão sobre modelos ideais de avaliação de empresas continua despertando o interesse de grande parte dos investidores e acadêmicos, entretanto vale ressaltar que se nota uma mudança quanto a utilização dos modelos de avaliação, uma mudança de paradigma por assim dizer no tocante a natureza dos modelos, as avaliações empresariais passaram a ser feitas com base em modelos que evidenciam a capacidade geradora de valor enquanto os modelos com base estritamente contábil passaram a ter papel auxiliar.

No entanto, quando estamos diante de empresa com características particularmente distintas, como empresas com resultados negativos (em estado falimentar), empresas

iniciantes sem histórico, empresas com a presença marcante de ativos intangíveis, outros modelos podem ser mais interessantes. Principalmente, se o objetivo da avaliação é a realização de alguma combinação empresarial (fusões, aquisições etc.).

Diante dos vários métodos de avaliação de empresa apresentados e da sua real utilização na economia, assim como das peculiaridades de cada metodologia, deve-se ter cautela na utilização exclusiva dos modelos contábeis. Isto porque, conforme citado por Hoji (2014), o método avaliação pelo valor patrimonial contábil conceitua que o valor do patrimônio líquido apurado segundo os procedimentos contábeis é dado pela diferença entre o ativo e o passivo. Este método apresenta algumas dificuldades e restrições ao apurar o valor justo, visto que o valor contábil é registrado pelo custo histórico de entrada, e não pelo valor de saída, desconsiderando assim o *goodwill*.

Martelanc *et al.* (2005) entendem que o valor contábil é conhecido e facilmente identificável, por isso sua popularidade. Entretanto, Cornell (1993) afirma que as informações contábeis raramente apontam um valor razoável para o empreendimento. Corroborando Mendoza (2008) ressaltando que a contabilidade considera valores históricos para os investimentos e resultados apresentados pela empresa sem que sejam corrigidos monetariamente. Por isso, Helfert (2000) conclui que o uso da informação contábil para avaliação econômica de empresas geralmente é deficitário.

Considerando os arranjos organizacionais atuais, os aspectos intangíveis estão cada vez mais presentes e determinantes na economia passando de coadjuvantes para muitas vezes determinantes no sucesso da organização, pois afetam cada vez mais o potencial gerador de valor das empresas. Tais aspectos influenciam cada vez mais na determinação do valor justo da companhia, valor esse que deve ser o objetivo da avaliação empresarial.

A utilização dos demonstrativos contábeis no processo de avaliação empresarial de maneira pura, pode até ser prejudicial. Porém, sua utilidade consiste no provimento de informações de desempenho histórico que auxiliam os modelos mais próximos a realidade como, por exemplo, o modelo de fluxo de caixa descontado a valor presente.

Por fim, podemos afirmar que o potencial gerador de valor das empresas é característica fundamental para determinação do valor justo da companhia e para dar credibilidade à avaliação empresarial aproximando-a da realidade, sobretudo nos processos de fusão e incorporação ou até mesmo para analisar o desempenho da firma diante de uma série histórica.

Finalmente, os resultados encontrados nesse estudo revelam que cada metodologia tem sua nuance e fragilidade na busca pelo valor justo da firma e que pesquisas são necessárias para um maior aprofundamento do tema. Porém, a discussão sobre o tema não deva ser no sentido de identificar qual o melhor método e sim, em encontrar os pontos fortes de cada um e rumar para a complementariedade e não para a exclusividade.

Contudo, é importante ressaltar que a escolha de cada método irá depender da situação de cada organização, ou seja, dos resultados que ela pretende obter, bem como das informações que ela possui. Sendo assim, é conveniente à empresa que os profissionais responsáveis pela avaliação tenham conhecimento das circunstâncias para que assim possam escolher o método que melhor irá satisfazer os interesses da organização.

Como sugestão para melhor avaliar o potencial gerador de valor da companhia poderia ser incluído ao estudo pesquisas de como agregar aspectos intangíveis ao processo de avaliação empresarial e fazer uma análise comparativa do resultado dessa agregação com os valores reais praticados na economia em processos de fusão e incorporação.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499p.

CORNELL, B. **Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making**. New York: Business One Irwin, 1993.

CUNHA, Darliane Ribeiro; LAPEÑA, Jose Angel Anson. **Análisis de los modelos de valoración utilizados em la práctica: Un estudio con auditores independientes brasileños**. Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 3, n. 3, p.123-138, Dezembro de 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation – Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2. ed Rio de Janeiro: Qualitymark, 2007. 630p.

FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1995. 205p.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo:Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira - Essencial**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001, 610 p.

HELFERT, Erich A. **Técnicas de Análise Financeira**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira e Orçamentária: Matemática Financeira Aplicada, Estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2014

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: Da mensuração contábil à econômica**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 2001. 416p.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de Empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MENDOZA, Barry Cuellar. **Gestão do valor nas empresas num contexto de risco: estudo de caso de uma empresa do setor não cíclico de alimentos da Bovespa**.

Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade). São Paulo: 2008

PAIVA, Wagner Peixoto de. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001.

CAPÍTULO

3

GOVERNANÇA CORPORATIVA: um estudo sobre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa por sociedades de economia mista

**Amanda Batista de Araújo
Leandro Araujo Wickboldt
Maurício de Siqueira Silva**

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa (GC) é considerada pelo G8, grupo dos países mais ricos do mundo (Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Itália, Canadá), como um dos pilares da arquitetura econômica global (IBGC-c, 2015). Entende-se por GC um conjunto de mecanismos utilizados para melhorar a capacidade governativa das organizações, contribuindo para que alcancem os seus objetivos (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2008) o objetivo da empresa, no enfoque econômico, é a maximização da riqueza de seus proprietários, todos eles, minoritários e majoritários.

No entanto, nem sempre os administradores ou os acionistas majoritários agem em coerência com esse objetivo. Assim, a compreensão da necessidade da Governança Corporativa parte do reconhecimento de dois problemas presentes nas organizações: o conflito de interesses e a assimetria de informações (JENSEN e MECKLING, 1976; MYERS e MAJLUF, 1983). Problemas esses que, se não gerenciados, podem causar prejuízos, crises e afetar sistemas econômicos como um todo (LA PORTA *et. al.*, 2000).

A GC é um tema que sempre volta à pauta quando escândalos de corrupção corporativa estão em evidência, emergindo novas práticas e mecanismos legais. Dá-se como exemplo a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) criada em 2002, nos Estados Unidos, após escândalos financeiros envolvendo grandes empresas norte-americanas. A lei foi instituída com o objetivo de restabelecer a confiança dos investidores, contando com uma rígida política de

GC para o regulamento de todas as empresas registradas na *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹ (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2008).

No que concerne ao contexto brasileiro, atualmente, enfrenta-se uma crise econômica originada, boa parte, em uma crise política, que causa inércia no legislativo impedindo a votação de ajustes (Ex.: fiscal) para equacionar as finanças públicas, conter a inflação e retomar o crescimento. Essa fragmentação política, que hoje inviabiliza a governabilidade, culminou, em março de 2014, com os escândalos de corrupção na Petrobras, maior empresa brasileira. Antes disso, a desconfiança já estava presente reflexo das intervenções do Governo Federal – acionista majoritário de importantes sociedades de economia mista – como a redução dos juros nos bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) por meio de decretos, a contenção dos reajustes da energia e dos combustíveis, visando controlar artificialmente a inflação.

Em resposta ao que vem acontecendo no cenário político e econômico brasileiro, instituições representativas do mercado de capitais nacional têm lançado cartilhas e programas direcionados também às sociedades de economia mista, com o intuito de resgatar a credibilidade dos investidores nessas empresas bastante significativas para o mercado de capitais brasileiro (BM&F Bovespa), pois juntas representam 11% do volume financeiro diário medido por sua participação relativa no índice Ibovespa. A BM&F Bovespa, recentemente, lançou um programa de boas práticas de governança voltado às Sociedades de Economia Mista (SEMs), e tem trabalhado com o apoio do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na elaboração de um código único de Governança Corporativa, visando à padronização de suas práticas para o fortalecimento do mercado de capitais (BM&F BOVESPA, 2015).

As SEMs são administradas, por força de lei, com emprego dos princípios do Direito Administrativo Brasileiro, quais sejam: legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência. Decorrente desse preceito legal, as SEMs são obrigadas a contratar por concurso público e por licitação (BRASIL CF, 1988 e Lei 8666 de 1993). Assim, essas entidades têm exigências legais adicionais às demais entidades, esperando-se que apresentem níveis de controle e governança superiores.

Dentro do contexto abordado, o presente trabalho busca responder os seguintes questionamentos: **Quais SEMs de capital aberto aderiram aos mais elevados níveis de**

¹ Órgão regulador do mercado de capitais norte-americano.

governança corporativa e quais não aderiram a nenhum desses níveis, e qual o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) posterior a sua adoção?

Ante ao exposto, o objetivo geral desta pesquisa é investigar a Governança Corporativa apresentada pelas SEMs de capital aberto, à luz dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) propostos pela BM&FBOVESPA.

Para tanto, os objetivos específicos da pesquisa são os seguintes:

- Identificar quais requisitos exigidos pelos NDGC;
- Refletir sobre as práticas de Governança Corporativa adotadas SEMs de capital aberto;
- Estudar a relevância da adesão aos NDGC;
- Observar o retorno sobre o patrimônio (ROE) das SEMs aderentes e não aderentes aos NDGC.

O propósito deste trabalho é promover o uso das melhores práticas da Governança Corporativa, tanto em empresas de economia mista, como em empresas públicas e privadas, principalmente de capital aberto, como forma de estabelecer ou restabelecer a credibilidade das organizações, atrair investimentos, e expandir o mercado de capitais e a economia no país.

Dessa forma, este trabalho torna-se relevante em termos acadêmicos, propondo-se a estudar as práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas como meio de gerir de forma ética e transparente e garantir sua perenidade e longevidade.

No que diz respeito à relevância para a sociedade, o trabalho apresentado compreende uma reflexão a respeito da temática abordada, considerando seu contexto atual político-econômico.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo La Porta *et. al.* (1999), Governança Corporativa (GC) é um conjunto de mecanismos utilizados para alinhar os interesses dos acionistas e da alta administração das organizações; ou ainda, como um modelo de gestão para gerenciar e reduzir os custos de agência provocados pelos conflitos de interesses e pela assimetria de informação entre as partes envolvidas (administradores, *shareholders* e *stakeholders*).

2.1 CONCEITOS E OBJETIVOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Existem algumas definições para a Governança Corporativa. Em sua Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa (2002, p. 1), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define a GC como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

O IBGC (2015, p. 20) conceitua Governança Corporativa como:

O sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre **sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle** e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

Segundo Gitman (2010), a GC é o sistema utilizado para dirigir e controlar uma sociedade anônima, definindo os direitos e deveres dos principais agentes da empresa, como acionistas, conselho de administração, diretores e gestores, e demais interessados, além de definir regras e procedimentos de tomada de decisão empresarial e também especificar a estrutura por meio da qual a empresa estabelece objetivos, desenvolve planos para realizá-los e estabelece procedimentos de monitoramento do desempenho.

Os sistemas de GC permitem o controle e monitoramento dos processos e procedimentos das empresas por meio de seus órgãos. Sendo o Conselho de Administração o órgão máximo de governança da empresa, portanto, esse tem o dever de buscar a eficácia desse controle (IBGC, 2015). Segundo Gilman (2010), “o pleno desenvolvimento desse monitoramento depende de uma conduta por parte dos Conselheiros que possa ser profissional, técnica, desvinculada de interesses e influências de terceiros, portanto, independente”.

Um sistema de Governança Corporativa é composto por acionistas que elegem um Conselho de Administração que, por sua vez, contratam administradores para gerir a empresa conforme os planos e as práticas éticas estabelecidas e monitoradas pelo Conselho de Administração em nome dos acionistas (GITMAN, 2010); sendo esse sistema composto, ainda, pelo Conselho Fiscal e pela Auditoria Independente.

Para alcançar seus objetivos, a Governança Corporativa guia-se pelos quatro seguintes princípios: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Esses princípios são definidos na 5ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2015) da seguinte maneira:

Transparência: consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.

Equidade: caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

Prestação de Contas (*accountability*): os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

Responsabilidade Corporativa: os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

2.2 DETERMINANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os princípios teóricos da Governança Corporativa encontram-se nos estudos seminais de Berle e Means (1932) sobre a separação entre propriedade e controle. Nesses estudos, os autores discutiam os potenciais problemas e custos que essa separação acarreta. De acordo com Berle e Means (1932), o principal problema causado é o conflito de interesses entre acionistas e administradores; quando esses, de posse do governo da empresa, tomam decisões visando seus próprios interesses, quando deveriam perseguir os interesses de quem os contratou (os acionistas). Desde então vêm se discutindo mecanismos de controle e monitoramento dos administradores a fim de, pelo menos em grande parte, buscar o alinhamento desses interesses.

Esses estudos corroboraram para o surgimento da Teoria da Agência, atribuída a Jensen e Meckling (1976). Essa teoria estuda as relações entre administradores (agentes) e acionistas (principais). Essa relação de agência foi definida pelos autores como “um conjunto de contratos onde uma ou mais pessoas (os principais) engajam outras pessoas (os agentes) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente” (JENSENE e MECKLING, 1976, p. 3).

Essa relação inaugura outro problema, a assimetria de informações, que também acarreta custos às empresas. A assimetria de informações entre agentes econômicos foi relatada inicialmente por Arkelof (1970). No que tange a presença da diferença informacional nas empresas, a problemática foi abordada por Myers e Majluf (1983), argumentando em seus estudos que os administradores detêm mais informações sobre a empresa que os acionistas. Para tanto, mecanismos de divulgação de informações completas, claras, objetivas, padronizadas e tempestivas acerca da empresa têm tomado atenção da comunidade acadêmica e dos profissionais de mercado.

Contudo, administradores *versus* acionistas não são as únicas relações conflitantes nas organizações. Os estudos de Berle e Means (1932) foram realizados no ambiente norte-americano, onde, em maioria, o controle da propriedade é pulverizado. Em ambientes onde o controle da propriedade não é tão pulverizado, como no caso do Brasil; onde a maioria das empresas tem seu controle concentrado em poucos acionistas ou em um único acionista, os conflitos podem emergir das divergências entre acionistas controladores e acionistas minoritários (LEAL, SILVA e VALADARES 2002).

Além dos conflitos de interesse e da assimetria informacional outros fatores determinam a existência de códigos de práticas de governança. Em La Porta *et. al* (1998) foi identificado que países com fraca proteção legal ao investidor as instituições supraestatais geralmente preenchem essa lacuna, elaborando práticas e destacando empresas com níveis elevados de governança. Ademais, em La Porta *et. al.* (2000) constatou-se que em empresas onde investidores institucionais (fundos mútuos, de pensão, seguradoras e bancos) têm participação apresentam níveis de governança superior, pela capacidade de monitoramento da gestão típica desse tipo de investidor.

A Governança Corporativa surge, então, para gerenciar esses problemas e minimizar os custos deles decorrentes, por meio de mecanismos de controles internos, externos e transparência das informações.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Com o intuito de contribuir com as organizações brasileiras, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado, em 1995, sendo o principal indutor das práticas

de GC e das discussões sobre o tema no Brasil, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional (IBGC, 2015).

Segundo o IBGC (2015), o movimento por boas práticas de Governança Corporativa no Brasil “mostrou-se mais dinâmico a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional nos anos 1990.” As privatizações ocasionaram as primeiras experiências de controle compartilhado no país, formalizado por meio de acordo entre acionistas; já a abertura do mercado nacional acirrou a competição, compelindo as empresas a buscarem recursos via mercado de capitais e isto, conseqüentemente, modificou a estrutura societária das mesmas (IBGC, 2015).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, também contribuiu com a promoção da Governança Corporativa no país; lançando, em junho de 2002, uma cartilha intitulada “Recomendações da CVM sobre a Governança Corporativa”, com o objetivo de “orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários” (CVM, 2002, p. 1). Embora o descumprimento dessa cartilha não constitua falta passível de punição, a CVM exige constar nas informações anuais a indicação do nível de adesão às recomendações, na forma de “pratique ou explique”.

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA EM SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA

A Sociedade de Economia Mista (SEM) é definida no inciso III (terceiro) do artigo 5º do Decreto-Lei nº 200/67 como “a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.” (BRASIL, 1967).

As SEMs são regimentadas pelo direito privado, mas têm seu regime parcialmente derogado pelo direito público (SILVA, 2007), devido à forma e a finalidade de sua criação e pela presença do Estado como acionista controlador (IBGC, 2015). Essas sociedades anônimas seguem os mandamentos da Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.); porém, fazem parte da Administração Indireta, portanto, devem seguir os princípios constitucionais do Direito Administrativo Brasileiro, conforme artigo 37 da Constituição Federal (BRASIL, 1988).

Dessa maneira, o IBGC (2015) defende que a Governança nas SEMs torna-se mais complexa, em razão de sua estrutura de controle e sua missão, pois seus interesses, do seu acionista controlador, do governo em exercício; os da sociedade civil, no atendimento eficaz às suas demandas; e os dos sócios privados, cujas expectativas de maximização da riqueza nem sempre condizem com a sua finalidade pública, podem, nitidamente, divergir (IBGC, 2015).

Ainda em se tratando deste regime jurídico híbrido das SEMs, o artigo 238 da Lei das S.A. traz que “a pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.” (BRASIL, 1976). O IBGC (2015) discute que o artigo desta lei pode dar respaldo para interpretações errôneas quanto à atuação do Governo Federal como acionista controlador, podendo esse interferir em instâncias decisórias exclusivas dos administradores da companhia, com o objetivo de impor iniciativas contrárias ao objeto social, argumentando:

O artigo 238 da Lei das S.A. permite entender que o “interesse público” justificador da criação da sociedade de economia mista concederia ao Estado, acionista controlador, liberdade de exercer discricionariamente seu poder de controle e utilizar a empresa para atender a quaisquer políticas públicas, programas de governo ou interesses político-partidários.

Em iniciativa, no sentido de solucionar os impasses encontrados nas SEMs, o IBGC publicou o caderno de boas práticas de governança corporativa para sociedades de economia mista, buscando incentivar a melhoria do cenário corporativo brasileiro, considerando-se sua composição acionária, que são atuantes em setores-chave da economia no país, essas podem sofrer interferências estatal e político-partidária indevidas (IBGC, 2015), logo, necessitam de um maior controle, tanto interno quanto externo.

Ainda neste sentido, e buscando reverter o atual cenário de desconfiança perante as estatais brasileiras, a BM&FBOVESPA lançou, em setembro deste ano (2015), o Programa Destaque em Governança de Estatais com objetivo de “incentivar as empresas estatais a aprimorar suas práticas e estruturas de governança, incluindo a prestação de informações, contribuindo para a restauração da confiança dos investidores e para a redução do custo de captação dessas companhias.” (BM&FBOVESPA, 2015).

2.5 NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na BM&F Bovespa existem níveis diferenciados governança corporativa (NDGC), que representam uma espécie de “certificado de qualidade” acerca das práticas de governança adotadas pelas empresas de capital aberto e que podem ser aderidas voluntariamente. Para alcançar esses níveis, a empresa deve cumprir um regulamento pré-estabelecido de práticas, sendo alguns desses: regras societárias, divulgação de informações, regras de distribuição pública e dispersão (BM&FBOVESPA, 2015).

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2003), de um lado existem empresas não aderentes, que são vistas pelo mercado como incapazes ou desinteressadas em realizar um esforço adicional às exigências legais no sentido de aumentar a qualidade de sua Governança. No outro extremo, estão as empresas que optam pelo segmento em que é exigida maior transparência e onde as regras são mais rígidas, que são mais bem vistas pelo mercado (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2003-a).

Os NDGC – Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2) – e o Novo Mercado (NM), foram criados em dezembro de 2000, com objetivo de melhorar a avaliação das companhias que, de forma voluntária, aderirem a um desses níveis. Esses níveis contêm exigências que vão além das obrigações legais. Exigência essas que são coerentes com os princípios da boa governança, quais sejam transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Em 2001, foi criado o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), tendo como objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas listadas nos NDGC (BM&FBOVESPA, 2015).

Quadro de exigências para adesão a cada um dos NDGC.

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	

Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória		Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório		Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo

Quadro 1 - Exigências para adesão aos NDGC.
Fonte: Adaptado de *site* BM&F BOVESPA (2015).

O Novo Mercado (NM) é o segmento com as mais altas exigências de governança na BM&FBOVESPA atualmente. O Quadro 2 apresenta as principais exigências que devem ser atendidas pelas empresas candidatas a adesão e correlaciona com os princípios da boa governança do IBGC (IBGC, 2015):

Exigência	Princípio
O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias, isto é, com direito a voto;	Equidade
No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (<i>tag along</i> de 100%);	Equidade
Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;	Equidade
O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;	Prestação de contas e responsabilidade corporativa.
A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (<i>free float</i>);	Equidade.
Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;	Transparência e responsabilidade corporativa.

A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;	Transparência e equidade.
Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.	Transparência e responsabilidade corporativa.

Quadro 2 - Correlação exigências do NDGC e princípios da boa governança do IBGC.

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Infere-se que a importância dada ao princípio da equidade deve-se ao fato da alta propensão de expropriação das riquezas dos minoritários pelos majoritários, típico do contexto brasileiro (LEAL, SILVA e VALADARES, 2002).

Argumentam Silveira, Barros e Famá (2003-b) que, por se tratar de uma mudança relevante na estrutura de capital das empresas, é mais comum que a decisão de atender e aderir ao Novo Mercado (NM) seja tomada na abertura de capital.

Os demais níveis são considerados preparatórios para o NM. O Nível 2 é muito similar ao NM, porém permite a existência de ações preferenciais (PN). O Nível 1 é considerado um “ensaio” para que a empresa almeje melhores níveis de governança, pois a mudança estrutural não é muito dispendiosa (BM&FBOVESPA, 2015).

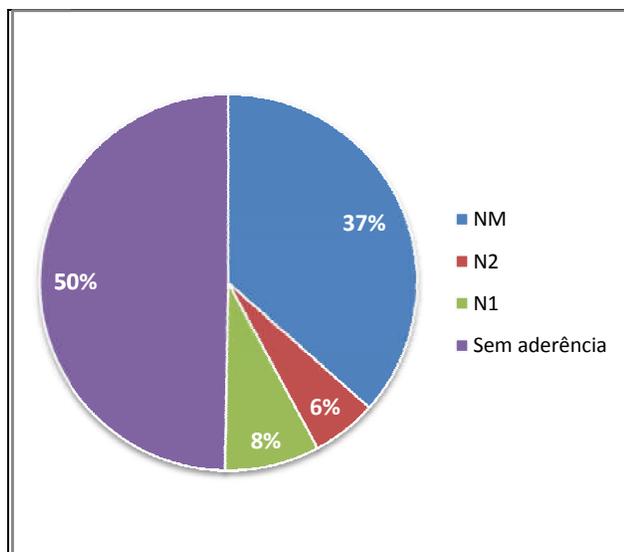


Gráfico 1 - NDGC nas companhias da BM&F Bovespa.

Fonte: BM&F Bovespa, 2015.

O gráfico transmite que um número bastante expressivo (50%) das 358 empresas listadas na BM&F Bovespa não aderiu a nenhum dos NDGC, embora a maioria das listadas esteja no segmento NM.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Quanto aos seus objetivos, entende-se que esta pesquisa é classificada como descritiva, pois de acordo com Prodanov e Freitas (2013), esse tipo de pesquisa observa, registra, analisa e ordena dados, sem manipulá-los, isto é, sem interferência do pesquisador. Procura descobrir a frequência com que um fato ocorre, sua natureza, suas características, causas, relações com outros fatos. Quando a natureza a pesquisa é classificada como qualitativa e quantitativa, pois analisa os níveis de governança, mas também mensura o retorno dessas empresas.

Quanto aos procedimentos técnicos, é classificada como pesquisa bibliográfica e documental. Isto porque foram utilizados livros, artigos científicos e periódicos que abordam o tema para a elaboração do referencial teórico; e documental, pois utiliza fontes de primeira mão e fontes de segunda mão, tanto para a construção do referencial teórico quanto para a coleta de dados e informações relevantes para a análise das empresas estudadas.

Gil (2008, *apud* Prodanov e Freitas, 2013) define:

Os documentos de primeira mão como os que não receberam qualquer tratamento analítico, como: documentos oficiais, reportagens de jornal, cartas, contratos, diários, filmes, fotografias, gravações etc. Os documentos de segunda mão são os que, de alguma forma, já foram analisados, tais como: relatórios de pesquisa, relatórios de empresas, tabelas estatísticas, entre outros.

A amostra foi composta por 5 SEMs, de capital aberto, listadas na BM&F Bovespa, conforme apresentado a seguir:

Empresa	Códigos de negociação	Governança	% no Índice Ibovespa
Banco do Brasil	BBAS11; BBAS12; BBAS3	NM	1,87%
Banrisul	BRSR3; BRSR5; BRSR6	N1	Não pertence
Cemig	CMIG3; CMIG4	N1	0,74%
Eletrobrás	ELET3; ELET5; ELET6	N1	0,18%
Petrobras	PETR3; PETR4	Sem aderência	8,00%
		Total	10,79%

Quadro 3 - SEMs componentes da amostra.

Fonte: Autoria própria (2015).

Observa-se no quadro 2 que apenas uma das 5 das empresas, o Banco do Brasil, está listada no NM, segmento com mais elevado nível de Governança Corporativa; 3 delas (Banrisul, Cemig e Eletrobrás) estão listadas no Nível 1 (N1); e 01 (uma) delas não pertence a

nenhum segmento diferenciado de GC: a Petrobras, justamente a maior empresa e mais relevante, dentre elas, no mercado de capitais brasileiro (8% do Ibovespa).

O foco dessa análise será, então, a Petrobras, por não fazer parte de nenhum NDGC e o Banco do Brasil, por ser a melhor governança dentre as 5 SEMs. Serão aprofundados dois aspectos: (1) Os requisitos não atendidos que impedem a adesão da Petrobras aos NDGC, comparando com Banco do Brasil e; (2) o desempenho financeiro comparativo entre os anos de 2006 e 2014. O período escolhido justifica-se, pois em 2006 o Banco do Brasil aderiu ao NM.

A análise comparativa dos desempenhos financeiros encontra subsidio em pesquisas que encontraram efeitos de melhores níveis de governança sobre o retorno ou sobre o valor, (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ 2003-a e b). Assim, de acordo com Silveira, Barros e Famá (2003-a) empresas com estruturas de governança mais adequada às práticas recomendadas pelos *Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa* devem ter uma melhor gestão e, conseqüentemente, melhor desempenho financeiro do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada.

Para medir o desempenho financeiro será utilizado o ROE (*Return On Equity*) – que é o produto da divisão do resultado líquido pelo patrimônio líquido (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2008). Segundo Gitman (2010), O ROE é amplamente utilizado no mercado para medir o retorno para os proprietários da empresa.

Os valores dos resultados líquidos e dos patrimônios líquidos (em apêndice) foram extraídos, respectivamente, da demonstração do resultado do exercício e do balanço patrimonial das empresas, publicados no *site* da CVM. Para tabulação dos dados, apuração dos índices e construção do gráfico apresentado, foi utilizado o *software* Microsoft Excel[®] 2010.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, foram investigados os seguintes mecanismos de GC nas empresas analisadas: composição do Conselho de Administração e estrutura de propriedade.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997) a composição do conselho de administração e sua atuação determinam o nível de governança. Por tanto, infere-se que quanto mais

independente, mais atuante (técnico) e mais diversificado (presença de conselheiros eleitos por acionistas minoritários) melhor será a governança.

O Conselho de Administração do Banco do Brasil é composto por 07 membros: 4 deles foram eleitos pelo acionista controlador; 02 foram eleitos pelos acionistas minoritários e; um foi eleito pelos empregados da instituição. Assim, teoricamente, 03 dos 07 conselheiros são independentes do bloco de controle, já que representam minoritários e empregados, representando 43% de peso nas decisões.

No que tange ao Conselho de Administração da Petrobras é composto por 10 membros: 07 (sete) foram eleitos pelo acionista controlador; 02 foram eleitos, respectivamente, pelos acionistas minoritários e preferencialistas e; e o último eleito pelos empregados da instituição. Dessa forma, 30% dos conselheiros são independentes do bloco de controle, menor que o poder desse grupo no Banco do Brasil.

Conforme La Porta *et. al.* (1999) a estrutura e a dispersão da propriedade determinam a governança. Isto porque, quanto mais concentrado o controle, mas a necessidade de governança. Em La Porta *et. al.* (2000) foi encontrado que os tipos de acionistas também determinam a governança, isto é, quanto mais investidores profissionais (fundos, seguradoras e bancos), melhor deve ser a governança.

Os quadros a seguir revelam a estrutura de propriedade, a dispersão do controle e o perfil dos acionistas das empresas:

Tipos de ações	Quantidade de ações	% sobre o total
ON total	7.442.454.142	57,10
ON em circulação	2.708.739.869	20,77
PN total	5.602.042.788	42,90
Total	13.044.496.930	100,00

Quadro 4 - Tipos, quantidades de ações e *free float* da Petrobras.
Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Percebe-se que a estrutura de propriedade da Petrobras não favorece a governança, sendo um dos fatores que impede a sua ascensão aos NDGC. A quantidade de ações preferenciais (PN) é próxima de 50%, isto é, pouco mais de 25% do capital controla a empresa. Ademais, a dispersão do controle também é desfavorável à governança, pois apenas 20% das ações ordinárias (ON) encontra-se em circulação no mercado de capitais. Assim, 80% com direito a voto (ON) encontram-se com o acionista controlador (Governo Federal), o que eleva a propensão de expropriação dos acionistas minoritários.

Tipos de ações	Quantidade de ações	% sobre o total
ON total	2.865.417.020	100,0
ON em circulação	839.653.556	29,30
PN total	0	0,0
Total	2.865.417.020	100,0

Quadro 5 - Tipos, quantidades de ações e *free float* do Banco do Brasil.

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

No que concerne à estrutura de propriedade do Banco do Brasil, tem-se que a mesma atende ao princípio da equidade, já que a empresa possui somente ações ordinárias (ON) emitidas. Quando a dispersão do controle, apesar do controle definido com 70% das ações nas mãos do acionista majoritário (Governo Federal), é maior que a da Petrobras.

Tipo de acionista	Petrobras	Banco do Brasil
Pessoas físicas	323.054	323.571
Pessoas jurídicas	7.927	13.178
Investidores institucionais	1.019	778
Total de acionistas	332.000	337.527

Quadro 6 - Perfil dos acionistas da Petrobras e do Banco do Brasil.

Fonte: BM&F Bovespa (2015).

As empresas possuem perfis semelhantes de acionistas, exceto que, o Banco do Brasil possui o dobro de acionistas pessoas jurídicas, que favorecem a governança por sua maior capacidade de monitoramento da empresa.

Em seguida, apresenta-se o desempenho financeiro das empresas, medidos pelo ROE, entre os anos de 2006 e 2014, e, por conseguinte, foi feita uma análise interpretativa dos dados e informações obtidas.

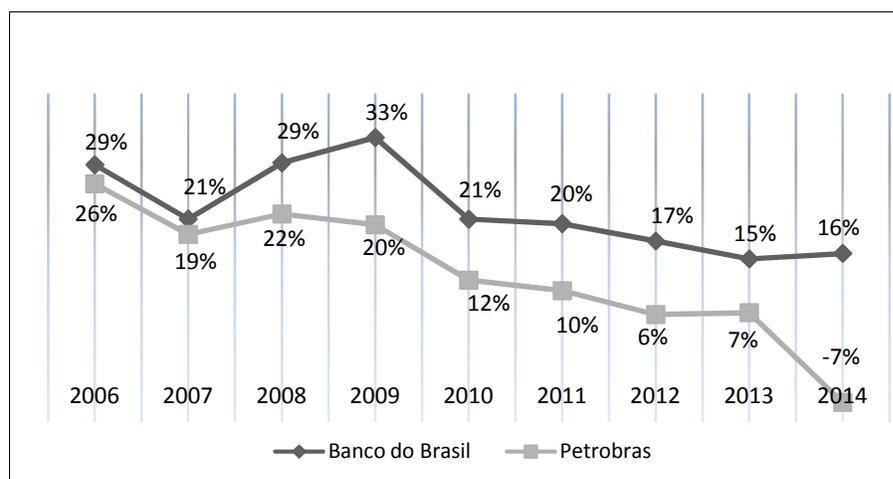


Gráfico 2 - Desempenho financeiro (ROE) das empresas de 2006 a 2014.

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Coerente com Silveira, Barros e Famá (2003-a), constatou-se que o desempenho financeiro do Banco Brasil, no período pós-adesão aos NDGC, foi superior ao da Petrobras. Salienta-se tanto no período de expansão da economia brasileira de 2006 a 2010, quando no período de depressão de 2011 a 2014, o desempenho financeiro do Banco do Brasil foi consistentemente superior. Há indícios de que uma empresa melhor administrada é capaz gerenciar melhor as variáveis advindas do ambiente externo, aproveitando melhor as oportunidades e resistindo de forma eficiente às ameaças. Destaca-se que a correlação da governança com o desempenho financeiro carece de comprovação, controlando-se outros fatores que podem afetar o resultado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quanto às das práticas de Governança Corporativa, seus determinantes e efeitos, com atenção especial ao caso brasileiro, com foco nas Sociedades de Economia Mista (SEMs), considerando a presença do Governo como acionista controlador, bem como sua importância para o mercado de capitais.

Estudos apontam que os conflitos de interesse, a assimetria informacional e o ambiente institucional (econômico-legal) determinam os níveis de governança corporativa nos países (LA PORTA *et. al.* 1998, 1999, 2000; LEAL, SILVA e VALADARES, 2002; SHLEIFER e VISHNY, 1997). Dessa forma, os conflitos de interesse entre acionistas e administradores, minoritários e majoritários serão potencializados em ambientes com fraca proteção legal ao investidor, controle concentrado e pouco disperso, como o caso brasileiro, o que demandaria níveis mais elevados de governança corporativa.

Iniciativas institucionais das entidades brasileiras IBGC, CVM e BM&F Bovespa no intuito de promover a governança corporativa, visam melhorar a imagem das empresas brasileiras reduzir o custo e facilitar o acesso ao capital, bem como melhorar o desempenho das companhias. Nesse sentido, buscou-se verificar o nível de governança nas SEMs, bem como seu desempenho financeiro.

Constatou-se que das 5 SEMs pesquisadas somente uma – o Banco do Brasil – encontra-se no Novo Mercado (NM), que representa o nível mais elevado de Governança Corporativa. Contrário às expectativas, adstrito às exigências adicionais previstas nas normas do Direito Administrativo brasileiro. Ademais, verificou-se que a empresa mais importante

para o mercado de capitais brasileiro, dentre as 5, a Petrobras também era a de pior governança. Ante a este achado, focou-se o estudo nas duas: a melhor e a pior governança, estabelecendo comparativos entre suas estruturas determinantes de governança e seus desempenhos financeiros.

Os principais resultados apontaram para uma estrutura de propriedade menos equitativa (aproximadamente 50% de ações PN) e menos dispersa da Petrobras em relação ao Banco do Brasil. Além disso, verificou-se a presença do dobro de investidores especializados (pessoas jurídicas) no Banco do Brasil. Quanto ao conselho de administração, constatou-se uma presença maior de conselheiros independentes no Banco do Brasil.

Apesar de a Petrobras ter um código de ética e conduta e um código de práticas de GC, esses não são podem ser efetivamente desenvolvidos se não houver a independência do Conselho de Administração para realizar o monitoramento dessas práticas.

Aderir a um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa poderia fazer com que a Estatal recuperasse sua credibilidade perante os investidores e a sociedade em longo prazo. A GC gera valor para as organizações a partir da percepção dos investidores de que nelas há uma boa administração, pela redução de riscos e garantia de retornos.

Quanto ao desempenho financeiro, apurou-se que o Banco do Brasil apresentou, durante os 10 anos de aderência aos NDGC (2006-2014), ROE superior ao da Petrobras, tanto em contextos de expansão quanto de depressão da economia brasileira. Salientando que há indícios da contribuição dos NDGC para com o desempenho do Banco, carente de comprovação estatística.

Conclui-se que, diferentemente das demais empresas, as SEMs têm o Governo como principal acionista, supondo-se que por este motivo existiriam controle e monitoração mais rígidos, e esperava-se que todas as empresas controladas pelo Estado estivessem listadas nos NDGC, o que demonstraria a disposição em conduzir seus negócios de forma equitativa, transparente, controlada e com responsabilidade corporativa. Dessa forma, pode-se considerar essa condição como um dos pontos que refletem a falta de credibilidade em muitas SEMs no país.

Para mais, se ainda não se comprovou que a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que significa comprometer-se com as melhores práticas de Governança, traz ou não maiores retornos, ao menos, se entende que esse comprometimento

com o controle e monitoramento da gestão da empresa pode prevenir as instituições, acionistas e demais interessados de grandes perdas financeiras.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A.. The market for lemons: quality uncertainly and the market mechanisms. **Quarterly Journal of Economics**, V. 84, Issue 3, Aug., 1970, p. 488-500

ARAÚJO, Y. C. T. **Governança Corporativa: Um Estudo de Caso nas Empresas Pertencentes ao Novo Mercado da Bovespa**. Trabalho de Conclusão de Curso – Curso de Administração, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2008.

BERLE, Adolph; MEANS, Garnier. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Promulgada em 5 de outubro de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm> Acesso em: 07 nov. 2015.

BRASIL. Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967. **Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del0200.htm> Acesso em: 07 nov. 2015.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm> Acesso em: 05 nov. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 16 mai. 2015.

GELMAN, Marina Oehling. **O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA**. 2012. 253 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo : Pearson Prentice Hall, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Carta de Opinião IBGC nº 15/2015. 13 fev. 2015a. **Governança de Sociedades de Economia Mista**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>> Acesso em: 31 out. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Carta Diretriz nº 5, **Sociedades de Economia Mista**. 24p. São Paulo, 2015b. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>> Acesso em: 31 out. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. IBGC. São Paulo, 2015c. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>> Acesso em: 28 nov. 2015.

JENSEN, Michael, MECKLING, Willian. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, 305-360, 1976.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. **Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have**. *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1983.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andre; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Law and finance. **Journal of Political Economy**. V. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**. V. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Finance Economics**, v. 48, n. 1, p. 03-27, Out., 2000.

LEAL, Ricardo Pereira C.; SILVA, André Luiz C. da; VALADARES, Silvia M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, p. 07-18, 2002.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Universidade Freevale, 2013. 276p. E-book.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 2 ed., São Paulo, Atlas, 776 p., 2008.

SILVA, Bruno Mattos e. **Direito de Empresa: Teoria da Empresa e Direito Societário**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Cadernos de Pesquisas em Administração**. V. 10, n. 1, p. 57-71, 2003-a.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**. V. 43, n. 3, p. 50-64, 2003-b.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

APÊNDICE

Com relação aos resultados, as tabelas a seguir apresentam os patrimônios líquidos e os resultados dos anos 2006 a 2014, para fins de apuração do ROE.

Ano	Petrobras	Banco do Brasil
2006	26.063.173	6.043.777
2007	21.511.789	5.058.119
2008	30.898.295	8.802.869
2009	33.344.072	13.479.390
2010	35.881.332	11.330.345
2011	33.109.612	12.736.912
2012	20.959.000	11.405.317
2013	23.007.000	11.288.834
2014	-21.924.000	13.343.496

Tabela 1 - Lucro/prejuízo consolidado.

Fonte: *Site CVM* (2015).

Ano	Petrobras	Banco do Brasil
2006	99.382.334	20.758.158
2007	116.012.235	24.262.096
2008	142.841.463	29.937.250
2009	166.893.136	40.521.337
2010	309.828.275	54.418.937
2011	332.223.611	63.269.224
2012	330.775.000	65.205.981
2013	349.334.000	76.381.996
2014	310.722.000	85.440.036

Tabela 2 - Patrimônio líquido consolidado.

Fonte: *Site CVM* (2015).

Ano	Petrobras	Banco do Brasil
2006	26%	29%
2007	19%	21%
2008	22%	29%
2009	20%	33%
2010	12%	21%
2011	10%	20%
2012	6%	17%
2013	7%	15%
2014	-7%	16%

Tabela 3 - Percentuais de variação do ROE.

Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

1 INTRODUÇÃO

As pequenas e médias empresas estão vivenciando um momento extremamente delicado na economia brasileira, ou elas se adaptam para sobreviver nesse cenário, ou estão fadadas ao fracasso. Diante disso, é nótoria a necessidade de se ter informações precisas para que o processo decisório tenha maior assertividade e possibilite uma constante avaliação de seus processos.

Percebe-se que, as informações essenciais para uma administração com excelência são geradas de dentro da própria instituição. Em função disso, tem se intensificando a preocupação das empresas com o controle dessas informações para uma tomada de decisão mais apropriada.

Corroborando com a ideia, Crepaldi (2010) afirma que para controlar uma empresa é necessário estabelecer uma estrutura organizacional apropriada, onde se defina quais funções cada funcionário terá, delegando autoridades e determinando responsabilidades. Somente a partir dessa definição é possível dar início à implantação de um controle interno.

Para Almeida (2009, p. 63):

O controle interno representa em uma organização o conjunto de procedimentos, métodos ou rotinas com os objetivos de proteger os ativos, produzir dados contábeis confiáveis e ajudar a administração na condução ordenada dos negócios da empresa.

Sá (1998) discorre que para que o controle interno funcione de maneira eficiente é indispensável que exista um plano de organização onde sejam distribuídos de maneira adequada as atribuições e responsabilidades de cada colaborador.

Baseando no exposto o trabalho em tela tem a seguinte problemática: **qual a importância que o controle interno exerce na gestão dos recursos financeiros dentro de uma empresa?**

Para satisfazer o objetivo de pesquisa realizou-se uma pesquisa bibliográfica sobre controles internos e gestão financeira, com ênfase nas funções críticas para o fluxo de caixa da empresa (controle de disponibilidades, contas a receber e a pagar). De modo a verificar na prática as prescrições teóricas, o presente estudo também realizou estudo de caso em indústria têxtil da cidade de João Pessoa, que atravessa grandes dificuldades financeiras.

Esta pesquisa apresenta além da introdução outras quatro seções, sendo estas: fundamentação teórica, metodologia, resultados e considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Essa seção destina-se a apresentar os embasamentos encontrados na literatura especializada com ênfase nos conceitos de controles internos, controladoria e ferramentas de gestão do desempenho financeiro.

2.1 CONTROLE INTERNO

A origem da palavra controle apresentada por Alczuk e Pires (2013) é originária de contre-role, registro efetuado em confronto com o documento original, com a finalidade da verificação da fidedignidade dos dados.

Para Machado (2008) e Padilha (2011) o controle interno tem como objetivo a proteção e o monitoramento dos ativos, evidenciando através da contabilidade a real situação da organização, fornecendo dados corretos e conferindo a exatidão dos fatos, evitando desperdícios e erros e assim potencializando o êxito do processo decisório. Padilha (2011, p. 23) destaca ainda quatro objetivos básicos:

- a) Salvar os interesses da empresa: proteger o patrimônio da empresa contra erros ou irregularidades;
- b) Garantir a precisão e confiabilidade de informes e relatórios contábeis, financeiros e operacionais: gerar informações confiáveis, oportunas, verídicas e que sejam repassadas em

tempo hábil;

c) Estimular à eficiência operacional: disponibilizar para os colaboradores da empresa os meios necessários para que desenvolvam suas tarefas de maneira assertiva;

d) Garantir a aderência às políticas existentes: assegurar que todas as políticas definidas pela administração sejam adequadamente seguidas por seu pessoal.

Para Gil *et al.* (2013) o controle interno consiste em um plano de organização e todos os métodos e medidas coordenados aplicados em uma empresa a fim de proteger seus bens, conferir a exatidão e a fidelidade de seus dados contábeis, promover a eficiência e estimular a obediência às diretrizes administrativas estabelecidas pela gestão.

Ainda conforme o autor, o COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*) traz a definição de controle interno como um processo que envolve todos os funcionários da organização e visa trazer segurança para que os seus objetivos sejam alcançados com:

- Eficiência e eficácia das operações para que os objetivos básicos da empresa sejam alcançados (...) incluindo desempenho e metas estratégicas e a proteção de recursos;
- Confiabilidade dos relatórios financeiros para que sejam preparadas de maneira adequada e que sejam confiáveis e;
- Conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis para evitar prejuízos e consequências negativas a sua imagem e reputação.

Destaca-se também a importância do planejamento. Segundo Lizote *et al.* (2015) é no momento do planejamento que a organização traça seu plano de ação e estabelece os padrões que devem ser seguidos e a função de controle, vem logo em seguida, para prevenir possíveis desvios, desta forma o controle interno funciona como ferramenta que auxilia na tomada de decisões e deve seguir padrões rígidos estabelecidos pela empresa para que possa sempre oferecer informações fidedignas.

Crepaldi (2010), Lizote *et al.* (2015) e Pereira (2003) corroboram com o mesmo entendimento sobre o controle interno, o qual constitui-se em todos os instrumentos da organização destinados à vigilância, fiscalização e verificação administrativa, que permitem

prever, observar, dirigir ou governar os acontecimentos que se verificam dentro da empresa e que produzem reflexos em seu patrimônio.

Assim é notório que o controle engloba todas as ferramentas utilizadas pelas organizações para garantir que os dados gerados sejam confiáveis, estejam dentro das normas preestabelecidas no planejamento e auxilia de maneira eficaz o processo de tomada de decisão.

2.1.1 Tipos de controle interno

Para Sá (1998) e Machado (2008) os controles internos são classificados em contábeis e administrativos. Sá (1998, p. 54) descreve os controles contábeis e administrativos:

a) Controles Contábeis: compreendem o plano de organização e todos os métodos e procedimentos diretamente relacionados, principalmente com a salvaguarda do patrimônio e a fidedignidade dos registros contábeis. Geralmente incluem os seguintes controles: sistema de autorização e aprovação; separação das funções de escrituração e elaboração dos relatórios contábeis daquelas ligadas às operações ou custódia dos valores; e controles físicos sobre estes valores.

b) Controles Administrativos: compreendem o plano de organização e todos os métodos e procedimentos que dizem respeito, à eficiência operacional e à adesão à política traçada pela administração. Normalmente se relacionam de forma indireta aos registros contábeis. Com frequência abrangem análises estatísticas, estudos de tempo e movimentos, relatórios de desempenho, programas de treinamento e controle da qualidade.

Os controles contábeis se relacionam diretamente com a proteção dos ativos e o registro fiel dos dados contábeis enquanto que os controles administrativos incluem o planejamento e os procedimentos adotados para nortear o processo decisório da alta administração.

Segundo Gil *et al.* (2013) no controle interno contábil existe uma grande diversidade de parâmetros utilizados para o registro, exame e confronto do patrimônio das organizações, enquanto que no controle interno administrativo é dado maior destaque na identificação e adequação de um modelo de gestão apropriado ao ambiente em que a organização atua.

Para que as empresas tenham um modelo de gestão bem definido é necessário que os gestores conheçam bem as premissas que rege cada setor.

2.2 GESTÃO FINANCEIRA

Presente em toda e qualquer organização, a gestão financeira é uma área funcional e vem ao longo do tempo tomando proporções maiores dentro das empresas. Está diretamente relacionada com as funções de planejamento, análise e controle dos montantes que transitam dentro da empresa e, além disso, tem papel importante no que diz respeito ao aumento e manutenção do patrimônio e melhoria dos resultados.

Casali e Treter (2015) argumentam que a função financeira tem o papel de conduzir a organização para obter resultados satisfatórios através de objetivos propostos. Assim, tendo como objetivo principal a maximização do patrimônio e o aumento do lucro, a gestão financeira eficaz permite que seja traçado um perfil atual da empresa e tudo que precisa ser feito para aperfeiçoá-lo.

De acordo com Bertoletti (2015) a função financeira evoluiu e o seu papel é alcançar a maximização do valor da empresa para o acionista, por meio de políticas de investimento, de financiamento e de dividendos. É importante também avaliar constantemente os fatores que envolvem os risco e retorno, custos de capital e o equilíbrio no relacionamento com investidores, sendo isso o papel do gestor financeiro.

Assim, todas as áreas da empresa necessitam interagir com o setor financeiro para realizarem seus trabalhos, é necessário que a gestão financeira seja desempenhada de maneira a atender as necessidades de cada setor. Para isso, torna-se necessário a utilização e o monitoramento constante dos controles financeiros.

Conforme Crepaldi (2010) e Pottmeier (2010) o controle das atividades financeiras possibilita observar antecipadamente as necessidades de caixa da empresa auxiliando na tomada de decisões, para que possíveis eventos de insolvência, como falta de capital de giro e até mesmo a falência, possam ser corrigidos ou evitados. Os autores destacam elencam como principais controles financeiros: os controles de disponibilidades (caixa e bancos), contas a pagar e contas a receber.

2.2.1 Controle das disponibilidades (caixa e bancos)

Considerados como ativos de maior liquidez, os ativos disponíveis no caixa das empresas, correspondem ao valor em dinheiro imediatamente disponível para pagamentos e os disponíveis em bancos podem ser utilizados para saques ou aplicações. Sá (1998, p. 45) discorre que o numerário pode estar representado de várias formas tais como:

1. Dinheiro realmente existente;
2. Ordens de pagamento ainda não liquidadas;
3. Cheques;
4. Fundos de pequenas caixas;
5. Valores de caixa para liquidação dentro do dia, relativos a retirada de numerários que aguardam prestação de contas;
6. Fundos especiais de caixas para troco, pagamento de folhas etc.;
7. Numerário em trânsito aguardando comprovação definitiva e contando apenas com documentação provisória, geralmente autorizações da administração;
8. Títulos equivalentes a numerários.

O controle das disponibilidades tem a função de garantir que a empresa possua dinheiro para honrar com seus compromissos a curto prazo, e que todas essas transações sejam efetuadas e registradas cumprindo as normas e diretrizes da empresa evitando irregularidades e coibindo fraudes. Algumas das atividades utilizadas para isso são: conferência de emissão de cheques, conferência de saques, conferência de depósitos de cliente, conferência de recibos de caixa, entre outros.

2.2.2 Controle do Contas a Receber

Para Crepaldi (2010) as contas a receber são originadas a partir da negociação financeira a prazo de bens ou serviços, representadas em sua maioria por duplicatas bancárias e correspondem as receitas da empresa, representam compromissos assumidos pelos clientes (compradores) de pagar alguma coisa.

Dentre as atividades de maior importância do contas a receber está o processo de avaliação de clientes e concessão de crédito. É importante assegurar que o cliente em questão estará apto a cumprir com as obrigações assumidas com a empresa, a partir do momento da compra, utilizando de métodos como, consulta aos órgãos de proteção ao crédito, referências comerciais e histórico da própria empresa. Silva (2013, p. 24) explica que “todo o processo

de contas a receber se inicia com uma boa análise da concessão de crédito a clientes, esse fator determinará o índice de inadimplência da empresa”.

Após a análise do cliente e a decisão de concessão de crédito, o procedimento seguinte é faturar o produto ou serviço em questão e gerar em banco a duplicata para cobrança ao cliente.

O controle de contas a receber deve ser feito diariamente, utilizando-se de relatórios bancários para conferência das duplicatas pagar, para que possa ser efetuada a baixa e das duplicatas vencidas, analisando a situação de cada cliente e realizando a cobrança.

2.2.3 Controle de Contas a Pagar

No contas a pagar estão todas as obrigações da empresa como dívidas contraídas com fornecedores na compra de matéria prima e insumos, compra de material de uso e consumo, taxas e impostos, entre outras. Crepaldi (2010) e Pottmeier (2010) destacam que estas obrigações compreendem:

- empréstimos a pagar;
- fornecedores de mercadorias;
- impostos a recolher;
- salários a pagar;
- outras obrigações;
- provisões.

O Controle de contas a pagar inicia-se no momento em que é recebido um documento referente a qualquer compra, que deve ser conferido e lançado no contas a pagar para que seja providenciado o seu pagamento na data de vencimento. Cabe ressaltar, que o contas a pagar é composto por dívidas futuras, não comprometendo assim os recursos disponíveis no dia da compra para pagá-las.

Lizote *et al.* (2015) enfatiza que um controle interno apropriado para uma gestão eficiente de contas a pagar está totalmente ligado à avaliação de melhores oportunidades ou de assumir novos compromissos, estabelecendo prioridade nos pagamentos.

3 METODOLOGIA

Conforme Gil (2002) em relação às características a pesquisa se caracterizou quanto aos fins, como descritiva. A pesquisa descritiva tem a finalidade de observar, registrar e analisar os resultados sem entrar no mérito de seu conteúdo.

Em relação aos meios, esta pesquisa denomina-se como bibliográfica e estudo de caso que conforme o autor baseia em estudos já publicados sobre o assunto, como livros, monografias e artigos. Quanto ao estudo de caso pode-se dizer que, de acordo com Triviños (1995), outros estudos descritivos se denominam “estudos de caso”. Portanto, considera-se que o estudo em tela se enquadrará também nesse tipo de pesquisa, pois os resultados serão válidos só para o caso que se estudará.

No tocante a pesquisa, esta foi realizada no setor financeiro em uma Indústria Têxtil na cidade de João Pessoa-PB, as informações coletadas foram obtidas por meio dos gestores e funcionários ligados a área de finanças da empresa.

Em relação ao tratamento e análise dos dados, serão feitos por meio do Microsoft Excel[®].

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A empresa pesquisada é do ramo da indústria têxtil e já possui 7 anos no mercado de João Pessoa, tendo clientes em quase todos os estados do Nordeste e alcançando ainda o Norte do País. Já contou com um quadro de mais de 60 funcionários em 2014, mas, esse número já caiu mais de 70% devido a crise enfrentada desde o ano de 2015.

Com políticas administrativas pouco estruturadas, a empresa não segue rigorosamente as normas que implanta, não costuma fazer reuniões mensais com os colaboradores, não tem estrutura no setor de compras, o que prejudica significativamente o setor financeiro, conseqüentemente o contas a pagar.

Por ser uma empresa de pequeno porte e com o quadro de funcionários bastante enxuto, o contas a pagar e a receber são feitos por uma única pessoa, o que sobrecarrega o setor financeiro e deixa em atraso algumas atividades. Diariamente esse funcionário retira do sistema relatórios de contas a receber e faz a conferência bancária para verificar se tudo que

era devido foi pago para assim fazer a baixa no sistema e, caso identifique a inadimplência, esse mesmo funcionário entra em contato com o cliente para efetuar a cobrança

Em relação à concessão de crédito, a empresa não conta com um procedimento rigoroso para liberação de crédito. A única avaliação feita pela empresa é se o CNPJ e o IE está regular, esporadicamente é feito uma consulta ao SERASA, utilizando a assinatura de outra empresa para fazer a consulta.

Os cheques recebidos, são apenas copiados e identificados para que destino foram na própria cópia. Não existe um controle efetivo no sistema para recebimentos de cheques. Os cheques emitidos, são apenas lançados no sistema e acompanhados na sua compensação. Não existe fundo de caixa na empresa, a entrada de dinheiro no caixa é apenas mediante a venda de algum tipo de retalho (sobra de produção) e é destinado para compras pequenas e de necessidade urgente.

Em relação ao contas a pagar, no lançamento da nota fiscal no sistema pelo setor de faturamento, a relação de parcelas a pagar já é automaticamente lançada, otimizando assim o setor, que precisa verificar se os vencimentos estão corretos, no ato do recebimento do boleto e verificar semanalmente e diariamente, o que está apontado para pagamento e baixar no sistema assim que o pagamento for efetuado.

No início de cada mês, é enviado para a contabilidade da empresa todos os boletos pagos, com seus devidos comprovantes, bem como extratos bancários, onde também pode ser verificados os recebimentos de clientes, movimentação de empréstimos e pagamentos diversos.

Não existe um setor contábil dentro da empresa, o que dificulta o acesso a algumas informações necessárias para tomada de decisão. O contato com a contabilidade é feito através de e-mail e telefone e o único acesso que a empresa tem a relatórios de entradas e saídas é o que é fornecido pelo próprio sistema. Há também uma dificuldade na entrega dos balanços e DRE anualmente, pois trata-se de um dos maiores escritórios da cidade, apresentando certa morosidade para entrega dos documentos. No ano de 2016, a empresa ainda não dispunha do balanço de 2 anos atrás fechado, o que dificultou a situação da empresa nas renegociações de dívidas bancárias.

A empresa tem proprietários que pouco confiam na sua equipe de trabalho administrativa e tem dificuldades em delegar tarefas e acompanhar a execução. O proprietário da empresa montou o seu próprio fluxo de caixa, em vez de acompanhar o fluxo

de caixa utilizado pelo setor financeiro, o que gera divergências na hora de destinação dos recursos, pois nem sempre o fluxo de caixa do proprietário é atualizado. As visitas a empresa são poucas, o que dificulta o trabalho dos gestores e deixa-os muitas vezes inseguros em relação as decisões a serem tomadas.

Foi possível perceber que as prescrições fornecidas pela teoria financeira e de controles internos estão pouco presentes na organização objeto de estudo, o que é a realidade de muitas micro e pequenas empresas brasileiras. Ao negligenciar as boas práticas de controle e de gestão financeira muitas empresas são administradas com base na intuição e nas necessidades diárias, sem vislubar um horizonte de maior prazo no que tange a criação de valor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nos dados apresentados, percebe-se que a empresa necessita de um sistema de controle interno eficaz, que mantenha os proprietários informados e atualizados em relação a todos os passos dados na empresa e que auxilie na tomada de decisões.

A empresa deve trabalhar seguindo rigorosamente suas políticas administrativas e repassá-las de forma veemente para os seus funcionários, deve-se também manter reuniões semanais para que sejam acompanhadas todas as necessidades urgentes de cada setor e reuniões mensais, para que sejam apresentados os resultados do mês.

Em relação ao setor financeiro, verificou-se que a necessidade da implantação de um sistema de controle interno tanto no contas a receber como no contas a pagar. No contas a receber, é necessário implantar urgente uma política de concessão de crédito para novos clientes, para conhecer o histórico desses clientes, estipular o valor máximo para compras, diminuir a inadimplência e dar mais agilidade ao setor. Assim como citado no texto por Silva (2013), que diz que o processo do contas a receber se inicia com um rigoroso critério de análise e concessão de crédito.

O ideal para que o setor financeiro funcione com eficiência é que tenha um funcionário para assumir a parte de contas a receber e um para o contas a pagar, conforme apregoado por Crepaldi (2010) no que tange a segregação de funções para maior eficiência do controle interno.

Já no contas a pagar, é necessário unificar os fluxos de caixa do proprietário e do funcionário responsável pelo contas a pagar e deixar disponível na internet para que ambos tenham acesso e acompanhem as atualizações. Com o fluxo de caixa atualizado torna-se muito mais fácil a destinação de recursos evitando atrasos nas duplicatas e demais pagamentos.

Como indicativo para estudos futuros, percebe-se a necessidade de que sejam desenvolvidos estudos relacionados ao setor de estoque e ao setor de compras, para que trabalhando em parceria com o setor financeiro, possam apontar melhorias para a saúde da empresa.

REFERÊNCIAS

ALCZUK. Silvestre; PIRES. José S. D. B. **Controle interno e seus reflexos no gerenciamento dos recursos financeiros em uma instituição pública de ensino superior.** In: II Congresso Consad de Gestão Pública. Painel 49: Controle Interno: inovações e estudos de caso – 2013. Disponível em <<http://consad.org.br/wp-content/uploads/2013/02/O-CONTROLE-INTERNO-E-SEUS-REFLEXOS-NO-GERENCIAMENTO-DOS-RECURSOS-FINANCIEROS-EM-UMA-INSTITUI%C3%87%C3%83O-%C3%9ABLICA-DE-ENSINO-SUPERIOR1.pdf>> Acesso em: 10 de Maio de 2017.

ALMEIDA, M. C. **Auditoria: um curso moderno e completo.** 5 ed. São Paulo : Atlas, 2009.

BERTOLETTI. Juliana V. M. **A importância de uma boa gestão financeira nas empresas.** Revista InterAtividade, Andradina, SP, v.3, n.1, 1º sem. 2015. Disponível em <www.firb.br/editora/index.php/interatividade/article/download/153/222> Acesso em: 15 de Maio de 2017.

CASALI, Maristela da S; TRETER, Jaciara. **A importância da utilização da gestão financeira em microempresas da cidade de cruz alta.** Disponível em: <<https://www.unicruz.edu.br/site/cursos/contabeis/artigos/Artigos%202015/A%20importancia%20da%20utilizacao%20da%20gestao%20financeira%20em%20microempresas%20da%20cidade%20de%20Cruz%20Alta.pdf>> Acesso em: 10 de Maio de 2017.

CORDEIRO. José V; RIBEIRO. Renato V. **Gestão da Empresa.** Faculdade Bom Jesus. Economia Empresarial/Fae Business School, Curitiba: Associação Franciscana De Ensino Senhor Bom Jesus. 2002. Coleção Gestão Empresarial, 2.

CREPALDI, Silvio Aparecido. **Contabilidade Gerencial: Teoria e Prática.** São Paulo: Atlas, 2010.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIL, Antonio de L; ARIMA, Carlos H; NAKAMURA, Wilson T. **Gestão: controle interno, risco e auditoria** – São Paulo: Saraiva, 2013.

LIZOTE, Suzete A; ANGIOLETTI, Mayara C; ZIMMERMANN, Luna. **Controle interno no contas a pagar e a receber e seu relacionamento com o desempenho organizacional**. Caderno Científico Ceciesa – Gestão. V. 1, n. 1, 2015. Disponível em <<http://siaiap32.univali.br/seer/index.php/cccg/article/view/8224>> Acesso em: 15 de Maio de 2017.

MACHADO, Paula V. **Controle interno de custos como uma ferramenta para formação de preço**. Monografia (Graduação). Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, UFSC. Florianópolis, 2008. Disponível em: <<http://tcc.bu.ufsc.br/Contabeis291874.pdf>> Acesso em: 10 de Maio de 2017.

PADILHA, Fabiano B. **O controle interno como ferramenta de gestão: um estudo de caso em uma empresa de serviços**. Departamento de Ciências Administrativas, Contábeis, Econômicas e da Comunicação da Unijuí. Ijuí, RS, 2011. Disponível em: <<http://bibliodigital.unijui.edu.br:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/469/O%20CONTROLE%20INTERNO%20COMO%20FERRAMENTA%20DE%20GESTAO%20-%20FABIANO%20BITEN.pdf?sequence=1>> Acesso em: 11 de Maio de 2017.

PEREIRA, Antônio N. **A Importância do controle interno para gestão de empresas**. Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, 2003. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/68/68>> Acesso em 10 de Maio de 2017.

POTTMEIER, Fabiana. **Aplicação de controles internos no setor financeiro de uma empresa de pequeno porte do comércio varejista de vestuário**. Monografia (Graduação). Curso de Ciências Contábeis, Universidade do Extremo Sul Catarinense, UNESC, 2010. Disponível em <<http://www.bib.unesc.net/biblioteca/sumario/000044/00004435.pdf>> Acesso em: 11 de Maio de 2017.

SÁ, A. Lopes de. **Auditoria interna**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

SILVA, Karin Fabiane M. **Análise de controle interno: Estudo de caso no contas a pagar e receber das empresas Visaluz e Escola Shekinah**. Pato Branco, PR. 2013. Disponível em: <http://repositorio.roca.utfpr.edu.br/jspui/bitstream/1/1007/1/PB_EGCF_VIII_2013_13.pdf> . Acesso em: 15 de Maio de 2017.

TRIVIÑOS, Augusto. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**. São Paulo : Atlas, 1995.

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais objetivos das organizações é obter lucros, para isto diversos processos precisam ser implantados e executados de maneira correta gerando confiança nos registros apresentados permitindo um melhor desempenho. Por isso, é de suma importância que as áreas organizacionais da empresa estejam sempre interligadas umas as outras.

Muitas empresas no Brasil não possuem estrutura organizacional definida, isto é, não configuram a divisão das suas áreas funcionais, o que implica em deficiência de coordenação e controle das atividades. Esse cenário dificulta à análise e formulação de propostas de melhorias para a empresa, fazendo assim necessário um controle interno que é um processo de adequação sempre ligado a estrutura da organização.

De acordo com Mattos e Mariano (1999) controle interno é o conjunto de medidas que à empresa adota a fim de proteger seu patrimônio, ou seja, é necessário um conjunto de ações e procedimentos administrativos que envolvem planejamento, a análise e o controle das atividades financeiras da empresa.

O planejamento financeiro é fundamental para o futuro de uma organização. O setor financeiro em destaque neste trabalho é responsável por demonstrar a performance financeira da organização, possuindo duas áreas importantes: o setor de contas a pagar e o contas a receber.

Com uma boa estrutura no setor financeiro e uma administração eficiente e eficaz é possível analisar o contexto financeiro da organização, podendo assim elaborar o planejamento e mitigar riscos.

Sendo assim, o presente estudo tem como principal objetivo estudar a area de contas a pagar, integrante do setor financeiro, investigando sua importância para o controle interno e para o fluxo de caixa, além de destacar os benefícios para organização.

Para alcançar os objetivos o trabalho será dividido em 4 seções, sendo essa primeira, a introdução, a segunda que apresentará a fundamentação teórica relative ao setor financeiro e suas áreas, com ênfase na área de contas a pagar, a terceira tratará da metodologia e a quarta apresentará os entendimentos e as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Com o mercado cada vez mais competitivo, é necessário um avanço nos recursos utilizados para a gestão nas organizações, partindo desta premissa, destaca-se neste estudo a importância da estrutura organizacional e da gestão financeira como um todo, em foco o controle de contas a pagar. Assim, primeiramente, serão discutidos os conceitos organizacionais abrangentes. Em seguida serão abordadas a função financeira e a área de contas a pagar.

4.1 ORGANIZAÇÕES

Organização “é um empreendimento humano moldado intencionalmente para atingir determinados objetivos” (CHIAVENATO, 2004, p. 82). As organizações são grupos estruturados de pessoas que se juntam para alcançar objetivos comuns. São concebidas como resposta à necessidade dos indivíduos de alcançar metas que não conseguiriam atingir, em virtude da complexidade e da variedade das tarefas inerentes ao trabalho a efetuar.

Chiavenato (2004) detalha que as organizações podem ser divididas em organizações formais e informais. As organizações formais possuem natureza jurídica, que lhe oferecem respaldo legal, ao passo que as organizações informais não. As organizações formais podem ser ainda divididas com relação ao seu objetivo econômico: sem e com fins lucrativos. As organizações sem fins lucrativos são entidades que não buscam a obtenção de lucro, como, por exemplo: as ONGs, fundações, sindicatos etc. Já as organizações com fins lucrativos, que tem o objetivo da obtenção de lucro, abrangendo a maioria das empresas.

Com o aumento da competitividade entre as empresas, a qualidade e uma boa prestação de serviços é fundamental. Para que isso possa acontecer é preciso agir de forma eficiente e eficaz para alcançar os objetivos empresariais, utilizando de modelos de gestão criativos que funcionem e que possam trazer resultados positivos. Nesse contexto, a estrutura

organizacional é fundamental. Assim, Chiavenato (2004) define que a estrutura organizacional constitui uma representação do encadeamento ordenado das funções organizacionais e linhas de hierarquia, com o propósito de facilitar o entendimento das relações entre os diversos setores e áreas da empresa, bem como a coordenação das atividades.

A partir da estrutura organizacional, as atribuições e atividades dos setores e áreas da empresa podem ser bem detalhadas. Por conseguinte, é possível se estabelecer os níveis de alçada e dos processos que cria os limites de atuação e das decisões. Um dos princípios gerais clássicos da administração preconiza que para a eficiência aumentar é necessária a clareza da divisão do trabalho, contribuindo para a especialização das pessoas para com as tarefas.

A estrutura organizacional formal é uma estrutura sólida e estável, contínua e planejada, sendo controlada pela direção da empresa. Já a estrutura organizacional informal, como o próprio nome já diz, é uma estrutura não tão estável, em constante mudança, sendo relevante a partir do momento que a empresa vê a necessidade de mudar as estratégias.



Figura 1 - Estrutura organizacional.
Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

Vimos neste capítulo o conceito de organização e como deve ser a estrutura organizacional da mesma, ilustrada no fluxograma acima, abaixo veremos a responsabilidade de cada setor na organização.

4.1.1 Setores de uma organização

Segundo Mintzberg et al. (2006) em geral as empresas são divididas em cinco setores principais: produção/operações, marketing/vendas, financeiro, recursos humanos (gestão de pessoas) e contabilidade. É imprescindível para um bom desenvolvimento de uma organização esta segregação das funções administrativas. A seguir serão detalhadas as funções administrativas de cada setor.

4.1.1.1 Produção ou de operações

O sistema de produção ou operações é o conjunto de atividades relativas à produção de bens ou prestação de serviços de uma organização, transformando os insumos (matérias-primas) em produtos ou serviços prontos para serem comercializados. Pode contemplar os subsistemas planejamento e controle de produção ou serviços; engenharia do produto ou serviços; e a manutenção de equipamentos, produtos ou serviços.

Pode existir como área do setor a função de materiais e logística. Trata-se da função que abrange: suprimento e movimentação de materiais; serviços e equipamentos; importação; normatização; controle de qualidade; armazenamento e; descarte.

4.1.1.2 Marketing e vendas

A função principal do marketing é identificar as necessidades e desejos dos clientes e atender com produtos e serviços adequados a essas necessidades. Já a função de vendas envolve as técnicas de convencimento para concretização da transação comercial. O setor pode contemplar os seguintes subsistemas: planejamento e gestão de marketing; administração de vendas; contratos e distribuição; exportação; pesquisa e estatísticas.

4.1.1.3 Recursos humanos ou de gestão de pessoas

Tem como principal objetivo a administração de comportamentos dos colaboradores em função dos objetivos coletivos. Pode contemplar os subsistemas: recrutamento e seleção; administração de pessoal (admissão, férias, benefícios e desligamento); folha de pagamento;

desenho de cargos e salários; treinamento e desenvolvimento (capacitação); benefícios e assistência social; segurança e medicina do trabalho.

4.1.1.4 Financeiro

As finanças é área fundamental a organização, como principal objetivo utilizar de maneira eficaz, os recursos financeiros de forma a alcançar os objetivos organizacionais. Pode contemplar os subsistemas: contas a pagar; contas a receber; movimentação bancária e tesouraria; gestão do fluxo de caixa e do capital de giro; orçamentos e; administração de capital. Além disso, é no setor financeiro que ocorrem as decisões de investimento, financiamento, distribuição de dividendos.

4.1.1.5 Contábil

Registra os fatos que tem repercursão no patrimônio da empresa, por meio de um controle em base nos registros receitas e gastos, evidenciando tal movimentação por meio de demonstrativos da situação financeira. Tem como finalidade a apuração dos resultados obtidos.

2.1.2 Sistemas interligados entre as áreas

Para uma boa integração entre os setores, se faz necessário um sistema interligado entre as áreas, para um melhor acompanhamento, análise e controle dos processos da empresa como um todo. Nos tempos atuais a tecnologia está avançada e possibilita meios para otimização dos recursos nas organizações. Para tanto, o uso de um sistema integrado de gestão empresarial – SIGE, em inglês, Enterprise Resource Planning – ERP, é crítico para a empresa.

O ERP trata-se de um sistema unificado integrando aos setores, por conseguinte a comunicação interna se torna mais eficiente e menos dispendiosa. Por exemplo, o departamento financeiro pode informar rapidamente quanto dinheiro destinar à aquisição de um novo bem, novos investimentos e controlar os recursos financeiros.

Uma das ferramentas para dar suporte à gestão financeira é o ERP, mas que pouco contribui sem a existência de uma mão de obra qualificada, um planejamento consistente. Na próxima seção serão abordados o setor financeiro e a área de contas a pagar, que são objeto desse estudo.

4.2 GESTÃO FINANCEIRA

Gitman (1997) define a área de finanças como a arte e a ciência da gestão do dinheiro. Ainda, o autor afirma que a área abrange a gestão de um conjunto de recursos financeiros disponíveis circulantes que serão usados nas transações cotidianas.

As finanças corporativas também envolvem a obtenção e o controle de recursos financeiros para aquisições de bens duráveis que tem a finalidade gerar riqueza no longo prazo. Uma gestão eficaz das finanças de uma organização permitirá melhor tomada de decisão, sendo fundamental para os profissionais que nela atuam compreender sua abrangência e complexidade.

A administração financeira, hoje conhecida como gestão financeira, é uma ferramenta ou técnica utilizada para controlar da forma eficaz, a concessão de crédito para clientes, planejamento, análise de investimentos e, de meios viáveis para a obtenção de recursos para financiar operações e atividades da empresa, visando sempre o desenvolvimento, evitando gastos desnecessários, desperdícios, observando os melhores “caminhos” para a condução financeira da empresa (MORAIS, 2010, p. 33).

Groppelli e Nikbakht (2010) argumentam que o principal objetivo das organizações é aumentar o seu valor, com sua própria riqueza fazendo com que ela aumente de forma segura por um longo prazo, para isto são necessários o alcance de alguns objetivos tais como: Retorno compatível com seu nível de risco, clientes fiéis em carteira, boa imagem perante a comunidade, bom relacionamento com fornecedores, concorrentes, bancos e governo, funcionários capacitados e motivados, além da transparência com investidores e funcionários.

Para alcançar esses objetivos é primordial planejamento e controle financeiro. Por isso, a gestão financeira tem como um de seus objetivos o controle dos custos e alta rentabilidade. Para que isso ocorra, diminuir a incerteza sobre o que fazer com os recursos financeiros da empresa é importante, principalmente, é preciso garantir a liquidez do negócio. Um instrumento que auxilia nesse aspecto é o fluxo de caixa.

4.2.1 Fluxo de caixa

Silva (2001) define o fluxo de caixa como uma ferramenta gerencial para projetar e, posteriormente, controlar as entradas (recebimentos) e saídas (pagamentos) de recursos financeiros da organização, geralmente, realizado diariamente. O autor afirma a ferramenta é capaz de desvelar momentos superávits e deficits de caixa, permitindo que o gestor financeiro invista no mercado financeiro o excedente ou tome emprestado quando faltar.

Com a utilização do fluxo de caixa é possível antecipar possíveis períodos em que ocorrerão sobras ou falta de recursos financeiros no caixa, contribuindo assim, para que o gestor financeiro tome as medidas necessárias para gerenciar esses desencaixes.

O fluxo de caixa é de fundamental importância para as empresas, constituindo-se numa indispensável sinalização dos rumos financeiros dos negócios. Para se manterem em operação, as empresas devem liquidar corretamente seus vários compromissos, devendo, como condição básica, apresentar o respectivo saldo em seu caixa nos momentos dos vencimentos. A insuficiência de caixa pode determinar cortes nos créditos, suspensão de entregas de materiais e mercadorias, e ser causa da descontinuidade em suas operações (ASSAF NETO, 2002, p. 35).

Para planejar o fluxo de caixa, os setores da empresa precisam elaborar os seus orçamentos, fornecendo dados essenciais para a projeção do mesmo, ou seja, um orçamento de produção para empresas industriais, orçamento de vendas, com prazos de recebimentos, orçamento de custos e despesas, orçamentos de investimentos, orçamentos de pagamento.

Orçamento nada mais é do que colocar na frente aquilo que está acontecendo hoje. E completa, orçar significa processar todos os dados constantes do sistema de informação contábil de hoje, introduzindo os dados previstos para o próximo exercício considerando as alterações já definidas para o próximo exercício. (PADOVEZE, 2007, p.189).

Quando a elaboração, Padoveze (2007) afirma que o fluxo de caixa pode ser feito de duas formas o projetado e o realizado. O projetado são entradas e saídas de valores previstos para um período curto de atividade. Já no realizado os valores ocorreram, ou seja, foram realizadas as entradas e saídas de recursos financeiros. É necessário ao gestor financeiro o comprometimento e o acompanhamento diário do projetado x realizado.

O fluxo de caixa necessita de um plano de contas para facilitar sua interpretação e tomada de decisão, defende Assaf Neto (2002). O plano de contas é formado por três grupos,

operacionais, investimentos e financiamentos. Os operacionais são as contas principais da atividade da empresa referem-se a entrada de recursos financeiros e as saídas, que são os registros de pagamentos diversos.

Os investimentos referem-se as entradas ou saídas que referem-se a atividade principal da empresa, mas não possuem uma renovação constante como aquelas originadas das operações. São gastos esporádicos com a finalidade de produzir fluxos de caixa por longo prazo, exemplo: Compra de imóveis e imobilizados.

Os financiamentos, por sua vez, referem-se as entradas ou saídas de recursos financeiros não originados das atividades operacionais, que visam suprir o capital necessário para investimentos que excedam o próprio lucro da empresa, por exemplo, financiamentos bancários e aportes dos sócios.

Com a execução do fluxo de caixa, evitam-se desperdícios de recursos financeiros e revela ao gestor todo o comportamento do fluxo da empresa para o future. A utilização do fluxo de caixa serve para um planejamento da empresa, proporcionando uma visão para um possível investimento em novos projetos, como também de orientação caso a empresa esteja passando por dificuldades, elaborando novas estratégias para sair deste cenário.

4.2.2 A estruturação organizacional do setor financeiro

O gerenciamento de entrada e de saída de seus recursos financeiros está relacionado com a gestão do caixa, sendo assim, um importante instrumento de apoio às decisões. Um quesito importante ao gestor financeiro é conhecer o comportamento do caixa, analisando os pagamentos e recebimentos e controlando o crédito e cobrança dos seus clientes.

Com isto, se faz necessário estruturar o setor financeiro para acompanhamento diário destas informações e capacitar os profissionais responsáveis pela área de controle de contas a receber e a pagar.

4.2.3 Contas a receber

Segundo Assaf Neto (2002) a função administrativa de contas a receber é essencial para a vida financeira das organizações, tendo como função principal acompanhar os

recebimentos da empresa, possibilitando a perceber os valores a receber no prazo, como também identificar clientes inadimplentes.

Lemes Júnior, Rigo e Cherombim (2010) descrevem que as contas a receber originam-se a partir do crédito, no momento em que ocorre a troca de bens por promessa de pagamento. Nesta transação o vendedor abdica temporariamente de parte de seu patrimônio na confiança de que, posteriormente, irá recebê-lo por meio de pagamento.

Os autores descrevem o fluxo de acontecimentos dentro da função de contas a receber. Sendo assim, inicia-se com a análise e concessão do crédito, o lançamento dos valores e vencimentos a receber no fluxo de caixa, o efetivo recebimento e baixa dos valores da previsão, o controle da inadimplência e a cobrança dos valores que não foram pagos dentro do prazo previsto. Esse controle deve ser feito diário, isto é, o que era previsto receber e o que foi efetivamente recebido.

4.2.3.1 Análise de crédito

A função do contas a receber inicia-se com a análise e concessão do crédito, que pressupõe a entrega da mercadoria ou prestação do serviço para pagamento de sua totalidade ou parte no futuro. A atividade bancária é especialista nesse quesito, fornecendo importantes ensinamentos às empresas industriais, comerciais e prestadoras de serviços.

A definição do tipo de análise e sua abrangência é seguramente um dos pontos importantes na avaliação do risco dos clientes. Muitas vezes, alguns bancos copiam os formulários de outros bancos e passam a usar os mesmos indicadores e a mesma forma de análise para uma carteira de clientes com perfil diferente. Isto pode levar ao isso de padrões e critérios inadequados. Quando um banco trabalha com clientes de atividades, portes e regiões diferentes, muitas vezes, precisará ter critérios de análises também diferentes. (SILVA, 2008, p. 96).

Cada empresa tem a sua política de crédito. Ou seja, vendas à vista ou a prazo. Vender a vista é sempre a melhor opção para a empresa, mais é preciso conceder outras formas de pagamentos, em face da concorrência para manter e aumentar as vendas. Gropelli e Kikbakht (2010) reforçam afirmando que com o crescimento do volume de vendas a prazo, proporcionalmente aumentam o contas a receber e, também, o risco de inadimplência.

A concessão do crédito é de suma importância para a gestão financeira, todavia, se mal realizada, pode trazer prejuízos à empresa. Dessa forma, a área de contas a receber

estabelecerá as possibilidades de recebimento das vendas e definirá, se serão cobrados juros e qual a taxa a ser aplicada.

No planejamento financeiro da empresa, aquele valor será previsto como entrada de dinheiro naquela data. No entanto, pode ser que um ou mais clientes não façam os pagamentos nas datas estabelecidas, nesse caso, é necessário cobrar dos clientes.

Silva (2001) define que a política de cobrança é variável de empresa para empresa, o setor de cobrança, ao verificar o não pagamento, normalmente entra em contato com o cliente por telefone ou carta, caso esse primeiro comunicado não seja positivo, uma nova correspondência pode ser emitida, caso também não atenda as expectativas da empresa, de posituação em órgãos de proteção ao crédito, bem como a via judicial são as alternativas para tentar receber o valor.

Enfim, no setor de contas a receber, a principal atividade é verificar as datas de vencimento dos títulos, conferindo os recebimentos à medida que vão ocorrendo e repassando para cobrança os que não ocorrerem.

4.2.4 Contas a pagar

Assaf Neto (2002) argumenta que a função de contas a pagar tem o papel de honrar com as obrigações da empresa geradas juntos aos seus credores e fornecedores em geral, verificando a existência de caixa para efetivação dos pagamentos.

Reis e Vittorato Neto (2000) corroboram afirmando que a gestão de contas a pagar tem a função de controlar pagamentos, adiantamento de fornecedores, empréstimos bancários, abatimentos e devoluções de mercadorias. Portanto, seu objetivo é conseguir um maior prazo para o pagamento das obrigações, aliado ao menor custo, sempre respeitando a data de vencimentos.

Assim, contas a pagar nada mais é que um determinado número de contas necessárias a serem pagas em uma determinada data, que gera um processo no qual o seu maior objetivo é controlar as despesas, gerando as provisões das obrigações da empresa.

Silva (2001) ratifica afirmando que as contas a pagar são, principalmente, as compras realizadas a prazo que abrangem as mercadorias para revenda, matérias primas, materiais de expediente, materiais de uso e consumo, entre outros.

Para manter a liquidez, ou seja, manter a capacidade de honrar os compromissos com os recursos que entram em caixa, é necessário uma boa gestão financeira, aliada ao planejamento financeiro e controle interno. Gitman (1997, p.588) menciona:

O planejamento financeiro é um dos aspectos importantes para funcionamento e sustentação de uma empresa, pois fornece roteiros para dirigir, coordenar e controlar suas ações na consecução de seus objetivos. Dois aspectos-chave do planejamento financeiro são o planejamento de caixa e de lucros. O primeiro envolve o planejamento do orçamento de caixa da empresa; por sua vez, o planejamento de lucros é normalmente realizado por meio de demonstrativos financeiros projetados, os quais são úteis para fins de planejamento financeiro interno, como também comumente exigidos pelos credores atuais e futuros.

Em seção anterior foi destacada uma das principais ferramentas para planejamento financeiro: o fluxo de caixa. Foram abordados dois tipos de fluxo de caixa, o projetado e o realizado. Assim, para a função de contas a pagar o conhecimento do fluxo de caixa é de suma importância para uma melhor *performance* em seu trabalho, possibilitando perceber a realidade de caixa da empresa. Gitman (1997) denomina essa função de orçamento de caixa ou projeção de caixa. O orçamento de caixa, para ou autor, é um demonstrativo dos fluxos das entradas e saídas projetadas de caixa da empresa, usado para estimar suas necessidades de caixa a curto prazo.

Por meio do controle financeiro de contas a pagar é possível visualizar quais foram os compromissos assumidos pela organização, possibilitando um controle das datas para serem efetuados esses pagamentos. Para manter um controle de datas para pagamento é fundamental na organização uma política interna para pagamentos.

4.2.4.1 Política interna para pagamentos

Reis e Vittorato Neto (2000) descrevem que para implantação de uma política interna de pagamentos é necessário definir regras e padrões para a execução dos pagamentos. Segundo os autores um dos pontos principais é assegurar a liquidação das obrigações financeiras dentro dos prazos e condições estabelecidos com os credores, fornecedores e instituições financeiras.

As aquisições, contratações de produtos e/ou serviços devem obedecer às normas de compras, podendo ser definidas datas fixas para pagamento, como exemplo tem-se os dias 05,

10, 15, 20 e 25 do mês, estas datas precisam ser informadas na solicitação da compra para que o credor ou fornecedor fature mediante datas acordadas.

4.2.4.2 Registros da despesa a pagar em sistema

A partir de um sistema integrado, sugere Oliveira (2005), a medida que a compra é solicitada é possível a verificação do início da compra até o fim da mesma, onde ocorre o registro da mercadoria e a inclusão da despesa a pagar. Para que a despesa a pagar, seja registrada corretamente, é necessário seguir o fluxo conforme figura 2.



Figura 2 - Fluxograma da despesa a pagar.
Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

Primeiramente, solicita-se uma ordem de compra, o setor de compras faz as cotações conforme orçamento. Em seguida gera-se um pedido de compra e, ao chegar a mercadoria do fornecedor, se inicia o processo de registro deste material, sendo incluído um lançamento em sistema com o número da nota fiscal, data de emissão, nome do fornecedor, natureza da despesa, o produto e suas quantidades e a data de vencimento.

É necessário percorrer as etapas do processo e preencher estes quesitos para uma melhor análise na hora do pagamento. Tendo sido feito tudo isso é gerado um registro no contas a pagar. A seguir, faz-se necessário um acompanhamento diário para um melhor controle das despesas, com um sistema integrado que permita verificar as datas dos pagamentos com precisão.

Para finalização do pagamento, inicialmente verifica-se o saldo bancário da empresa, para escolha do banco a efetuar, podendo ser através de gerenciadores financeiros, ou através de cheques diretamente ao caixa do banco, após isto, em sistema efetua-se a baixa do título e confronta com o extrato bancário se o mesmo foi efetivado, isto chama-se conciliação bancária

4.2.4.3 Conciliação Bancária

Oliveira (2005) conceitua conciliação bancária como sendo a verificação do saldo bancário com o controle financeiro interno. Uma das melhores formas de controle financeiro é por meio da conciliação bancária, pois trata com a realidade fática financeira da empresa.

No processo de conciliação bancária compara-se o saldo de um conta bancária com as informações externas, que são os extratos bancários, é a maneira de garantir se os processos de pagamentos e recebimentos foram executados.

A conciliação bancária é extremamente importante dentro de qualquer empresa, principalmente para os setores financeiro e contábil. Reis e Vittorato Neto (2000) alertam que muitos empreendedores ainda não utilizam desta ferramenta de controle financeiro. Com isto é possível perder o controle dos recursos financeiros disponíveis para o desenvolvimento das atividades e obrigações da empresa, como empréstimos, financiamentos bancários e negociação com fornecedores.

A conciliação bancária realizada diariamente evitará erros de conferência dos valores em caixa reais que a empresa possui, evitando assim que decisões sejam tomadas em cima de valores irreais, por isto a importância deste processo de conciliar as contas bancárias da empresa todos os dias. Dependendo do porte da organização, possa a ser que existam diversas contas bancárias, cada uma com um propósito, sendo assim todas precisam ser conciliadas.

5 METODOLOGIA

Essa pesquisa, segundo Marconi e Lakatos (1992), é de natureza bibliográfica. A pesquisa bibliográfica é um levantamento junto a bibliografia já publicada, em forma de livros, revistas, publicações avulsas, etc..

A pesquisa caracterizou-se como descritiva, segundo Trivinos (1987), a pesquisa descritiva reúne diversas informações que descrevam os fatos e fenômenos de uma determinada realidade. Quanto aos meios de pesquisa, pode-se afirmar que esta pesquisa denomina-se bibliográfica para elaboração de entendimentos a partir de estruturas conceituais e prescrições teóricas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em vista dos argumentos apresentados foi possível perceber que ter uma estrutura organizacional na empresa é de extrema necessidade para o alcance de um bom planejamento financeiro, obtendo assim coordenação no que diz respeito às finanças da empresa. Para uma boa gestão financeira foram abordados alguns pontos como, a segregação das áreas de contas a receber e de contas a pagar e o uso da ferramenta de fluxo de caixa, destacando a importância no controle das operações que envolvem a administração de contas a pagar.

A pesquisa realizada, nos mostra que a empresa poderá prever suas obrigações a pagar e a receber através do fluxo de caixa, servindo de direcionamento para tomada de decisão em relação a planejamento financeiro como compras/aquisições de novos bens, produtos dentre outros.

A gestão financeira é a ferramenta para o controle eficiente da empresa, porém não basta apenas uma boa gestão financeira e sim controles e fatores internos e externos como uma análise comercial e um bom orçamento para compras, ou seja, o engajamento e a integração das áreas para se chegar a um objetivo.

Foi destacado no artigo a importância da implantação de uma política de pagamentos essencial para um perfeito funcionamento das atividades de contas a pagar, sendo importante frisar a toda a organização que esta política precisa ser cumprida.

E, por fim, a obrigatoriedade da conciliação bancária para efeito de análise financeira como medida preventiva e corretiva para a organização.

Entende-se que o objetivo do trabalho foi alcançado, pois levantou na literatura as prescrições para aplicação prática do controle de contas a pagar, como uma ferramenta de controle financeiro, que se não for observada pode levar a iliquidez da empresa. Além disso, ficou claro que é necessária a integração entre a área de contas a pagar e o fluxo de caixa.

A gestão financeira é fundamental nesse contexto, pois dentro de seu escopo está a incumbência de implementar as ferramentas referidas. A divisão das áreas no setor é importante para especialização dos profissionais de contas a receber e a pagar, afim de preparar a empresa para o crescimento.

Como indicativo de estudos futuros seria importante uma pesquisa aplicada no âmbito da estrutura organizacional no que tange ao setor de contas a pagar.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Administração de capital de giro**. São Paulo : Atlas, 2002.
- CHIAVENATO, Idalberto. **A teoria geral da administração**. Rio de Janeiro : Elsevier, 2004.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**. São Paulo : Habra, 1997.
- GROPPELLI, Angelico A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras - aplicações e casos nacionais**. 3. ed. Rio de Janeiro : Campus, 2010.
- MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5 ed, São Paulo : Atlas ,1992.
- MINTZBERG, H.; LAMPEL, J.; QUINN, J. GHOSHAL, S. **O processo da estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados**. 4 ed. Porto Alegre : Bookman, 2006.
- MATTOS, C. C; MARIANO, R. P. Controle interno: uma abordagem teórica. **Contabilidade de vista & revista**, v. 10, n. 1, p. 34-39, 1999.
- MORAIS, Szabo. **Administração Financeira**. Rio de Janeiro : Elsevier 2010.
- OLIVEIRA, Dílson Campos. **Manual como elaborar controles financeiros**. Belo Horizonte: SEBRAE/MG, 2005.
- PADOVEZE, Clovis Luís. **Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. 5 ed. São Paulo : Atlas, 2007.
- REIS, Carlos Donato; VITTORATO NETO, José. **Manual de gestão e programação financeira de pagamentos: incluindo abordagem de organização, sistemas e métodos**. São Paulo : Edicta, 2000.
- ROSS, Stephen A; WERTERFIELD, Randolph W., JORDAM, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo : Atlas, 1998.
- SILVA, José Pereira. **Análise financeira das empresas**. 5. ed. São Paulo : Atlas, 2001
- _____. **Gestão e análise de risco de crédito**. 6 ed. São Paulo : Atlas, 2008.
- TRIVINOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo, Atlas, 1987.