

**PUC/SP – PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO
PAULO**

**COORDENADORIA GERAL DE ESPECIALIZAÇÃO,
APERFEIÇOAMENTO E EXTENSÃO**

Robinson Esteves de Souza

**A IMPORTÂNCIA DOS INDICADORES FINANCEIROS NA
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

SÃO PAULO

2010

Robinson Esteves de Souza

**A IMPORTÂNCIA DOS INDICADORES FINANCEIROS NA
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Trabalho apresentado como exigência parcial
para obtenção do certificado de conclusão do
curso de MBA em Controladoria Empresarial,
da PUC/SP – Pontifícia Universidade Católica
de São Paulo.

Orientador: Prof. Daniel José Machado,
Ph.D.

SÃO PAULO

2010

TERMO DE APROVAÇÃO

A IMPORTÂNCIA DOS INDICADORES FINANCEIROS NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Robinson Esteves de Souza

BANCA

Orientador: Prof.

Nota:

Convidado 1: Prof.

Nota:

Convidado 2: Prof.

Nota:

DECLARAÇÃO DE ÉTICA E RESPEITO AOS DIREITOS AUTORAIS

Declaro para os devidos fins, que a pesquisa foi elaborada por mim, e/ ou pelos integrantes do meu grupo e que não há, nesta monografia, cópias de publicações de trechos de títulos de outros autores sem a respectiva citação, nos moldes da NBR 10.520 de ago/2002.

Aluno: Robinson Esteves de Souza

Data

DEDICATÓRIA

À Wanessa C. da Silva, minha noiva,

Que jamais deixou de incentivar, me apoiando em todos os momentos possíveis com paciência e compreensão, por saber da importância deste estudo para minha evolução pessoal e profissional.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho só foi possível graças à colaboração direta ou indireta de muitas pessoas. Manifestamos nossa gratidão a todas elas e de forma particular:

Aos meus pais que sempre me incentivaram e contribuíram de inúmeras formas para minha formação, desenvolvimento e crescimento.

A todos os professores do MBA em Controladoria Empresarial que sempre estiveram a disposição para esclarecer nossas dúvidas e em especial ao Prof. Dr. José L. Munhós que sempre nos deu apoio e incentivo para a realização deste.

Ao Prof. Dr. Daniel José Machado, que nos orientou e deu todo suporte necessário para realização desta pesquisa.

EPÍGRAFE

“Nenhum homem realmente produtivo pensa como se estivesse escrevendo uma dissertação”. Albert Einstein (1879 – 1955)

RESUMO

Os índices sempre foram a forma mais prática e objetiva de ter um diagnóstico de uma empresa, pela praticidade e diversas aplicabilidades. Este estudo visa contribuir com a utilização desta ferramenta, fazendo uma descrição dos principais índices, aplicação e usabilidade nas empresas. Demonstramos entre outros índices, o Economic Value Added (EVA) e a sua valiosa contribuição em avaliação de empresas. Visa identificar a importância dos índices na avaliação de empresas, bem como sua capacidade para auxiliar os analistas financeiros em seus trabalhos diários, destina-se também aos gestores, estudantes da área de administração financeira e ao público em geral. Para finalizar foi realizada uma análise entre as três maiores e as três melhores dentro do setor de atuação das maiores empresas segundo o anuário da revista Exame Melhores e Maiores de 2010.

Palavras-chave:

Avaliação. Empresa. Índices. Análise de Balanço Patrimonial.

ABSTRACT

The financial indicators has been the easiest and most objective way to diagnose of a company due to its practicality and several applicability. This study aims to contribute with use of this tool, describing the most common used and its applicability in the companies. We are goint to demonstrated among other indicators, the Economic Value Added (EVA) and its valuable contribution in business performance evaluation. The goal is to identify the importance of them in the evaluation of companies as well as its ability to assist financial analysts in their daily work. It is also intended to help managers, students of financial management and the general public. As a conclusion of this study, an analysis was performed among the three majors and the three best companies according to Exame magazine's annual "Melhores e Maiores de 2010".

Key-word:

Evaluation; Company; Financial Indicators; Balance Sheet Analysis.

SUMÁRIO

TERMO DE APROVAÇÃO	iii
DECLARAÇÃO DE ÉTICA E RESPEITO AOS DIREITOS AUTORAIS	iv
DEDICATÓRIA	v
AGRADECIMENTOS.....	vi
EPÍGRAFE.....	vii
RESUMO	8
ABSTRACT	9
SUMÁRIO	10
LISTA DE QUADROS.....	11
INTRODUÇÃO.....	12
1. CAPÍTULO – ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA	14
1.1. Breve histórico da contabilidade e das demonstrações financeiras nas empresas.	14
1.2. Os diversos tipos de análises	15
1.3. O uso de indicadores para avaliação de empresas.....	18
2. CAPÍTULO – OS PRINCIPAIS TIPOS DE ÍNDICES.....	20
2.1. Índices de Liquidez.....	20
2.2. Índices de Endividamento.....	22
2.3. Índices de Atividade	25
2.4. Índices de Rentabilidade.....	27
2.5. Determinando Falência	29
2.6. Economic Value Added - EVA	31
3. CAPÍTULO – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS UTILIZANDO ÍNDICES	36
3.1. Avaliação das três Maiores Empresas.....	36
3.2. Avaliação das três melhores empresas de acordo com os setores das três maiores empresas segundo a revista Exame.....	40
3.3. Análise geral dos resultados obtidos.	46
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	53

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Comparativo de Indicadores das Maiores Empresas	39
Quadro 2: Comparativo de Indicadores entre CPFL Brasil e Petrobras.....	42
Quadro 3: Comparativo de Indicadores entre CBMM e Vale	44
Quadro 4: Comparativo de Indicadores entre Ambev e Souza Cruz	45
Quadro 5: Variação de Indicadores entre as Maiores Empresas	47
Quadro 6: Variação dos Indicadores entre CPFL e Petrobras	48
Quadro 7: Variação de Indicadores entre CBMM e Vale	49
Quadro 8: Variação de Indicadores entre Ambev e Souza Cruz	50

INTRODUÇÃO

A administração financeira é um tema bastante abrangente e vasto que envolve um estudo profundo e detalhado, entretanto não é pretendido o estudo de todo o conteúdo da administração financeira e sim de apenas uma parte de suma importância que é a análise de índices para avaliação de empresas na atualidade. Demonstrando os principais índices e explicando sua utilização no dia-a-dia do analista financeiro.

Este estudo pretende responder a uma questão básica, que é a dúvida de todo aquele que já se deparou com uma Análise de Balanço Patrimonial e com uma análise gerencial que tenta entender a infinidade de índices para uma determinada análise: Qual a importância dos índices financeiros para avaliar a saúde financeira de uma empresa?

O objetivo deste estudo é basicamente averiguar o quão válido é o uso de índices para avaliação de empresas, apresentar os principais e fazer uma análise sucinta da sua utilização em algumas empresas. Não há a pretensão de ensinar ou de mostrar uma fórmula para ser utilizada, mas sim de mostrar de forma clara e objetiva o que esse tipo de análise pode nos revelar sobre as empresas.

Este estudo é dirigido principalmente a gestores, estudantes da área de administração financeira e ao público em geral. Ele visa mostrar de forma estruturada e científica as várias formas de olhar uma empresa através de índices, fornecendo para todos que se interessarem uma importante e poderosa ferramenta de análise de empresas.

A elaboração deste trabalho quanto a sua abordagem é qualitativa, visto que não emprega nenhum instrumento estatístico para análise de dados. Esta é uma pesquisa bibliográfica e documental, todo o conteúdo referente às empresas foi obtido através de informações públicas que constam em *sites* e revistas de negócios.

O primeiro capítulo será a contextualização do cenário atual da pesquisa, traçando um breve cenário e mostrando os tipos de análise. O segundo capítulo aborda os principais índices utilizados na avaliação de empresas de forma

estruturada, inclusive analisando o fator de solvência para determinar falências e a moderna ferramenta de gestão, o EVA, que é considerada uma das metodologias mais avançadas de medição de valor de uma empresa, considerada por alguns autores como a chave para uma boa gestão administrativa financeira. No terceiro capítulo, os indicadores serão utilizados comparando as três maiores empresas listadas pelo anuário da revista Exame, usando como critério o Lucro Líquido Ajustado, e as três melhores empresas, foram escolhidas utilizando como critério o setor de cada maior empresa listada, ou seja, para cada maior empresa foi identificada a melhor do seu setor de atuação, também segundo a revista Exame, mostrando sua utilidade na avaliação de empresas.

1. CAPÍTULO – ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA

Atualmente no mundo corporativo a administração financeira é utilizada em sua totalidade para dar respostas às situações que permeiam os negócios empresariais. Contudo nem sempre foi assim, conforme Brigham; Ehrhardt (2008, p.14):

Quando a administração financeira surgiu como um campo separado de estudo no início de 1900, a ênfase era sobre os aspectos legais das fusões, a formação de novas empresas e os vários tipos de títulos que as empresas poderiam emitir para levantar capital. Durante a depressão dos anos 30 a ênfase voltou-se para as falências e para a reorganização, para a liquidez das empresas e para a regulamentação dos mercados de títulos. Durante as décadas de 1940 e 1950, finanças continuaram a ser ensinadas como uma matéria descritiva e institucional, entendida mais do ponto de vista de alguém de fora do que do ponto de vista de um administrador. No entanto, um movimento em direção à análise teórica iniciou-se no final de década de 1950, e o foco mudou para decisões administrativas destinadas a maximizar o valor da empresa.

Ao longo deste capítulo conheceremos um pouco da evolução histórica da administração financeira, os diversos tipos de análise e também um pouco do uso dos indicadores para avaliação de empresas.

1.1. Breve histórico da contabilidade e das demonstrações financeiras nas empresas.

É impossível tratar da administração financeira sem citar a contabilidade e as demonstrações financeiras, pois elas são a base para obtenção dos indicadores.

A contabilidade surgiu antes de Cristo, conforme Marion (1993, p.467):

Se nos reportarmos para o início provável da Contabilidade (\pm 4000 a.C), em sua forma predatória, encontraremos os primeiros inventários de rebanhos (o homem que voltava sua atenção para a principal atividade econômica: o pastoreio) e a preocupação da variação de sua riqueza (variação do rebanho).

Podemos “afirmar que a Análise das Demonstrações Financeiras é tão antiga quanto a própria Contabilidade”. (MARION, 1993, p. 467)

De acordo com Brigham; Ehrhardt (2008), há muitos anos as famílias eram auto-suficientes, pois obtinham seu próprio alimento, fabricavam suas roupas e seu próprio abrigo. Com o passar do tempo alguns indivíduos começaram a se

especializar, com a especialização surgiram as trocas e posteriormente os mestres artífices que montaram pequenas fábricas, onde eram contratados alguns empregados. O dinheiro em forma de conchas passou a ser usado, o que levou a expansão do comércio das áreas locais, a partir daí, surgia uma forma primitiva de banco com comerciantes que emprestavam dinheiro para donos de empreendimentos fabris ou novos comerciantes.

Ao longo do tempo fazer empréstimos ficou mais complexo, pois os negócios eram maiores e envolviam um número maior de variáveis, o que tornava mais difícil para os credores verificar a capacidade de pagamento dos seus tomadores de recursos. É neste momento, que surge a necessidade dos credores, do governo e dos próprios tomadores de empréstimos controlarem através de demonstrações financeiras os recursos.

Conforme Brigham; Ehrhardt (2008, p.32):

O sistema econômico tem crescido muito desde seu início, e a contabilidade tem-se tornado mais complexa. No entanto, os motivos originais da necessidade de demonstrações financeiras ainda se aplicam: banqueiros e outros investidores precisam de informações contábeis para tomar decisões inteligentes; os administradores, para operar suas empresas com eficiência; e as autoridades tributárias, para calcular os impostos de forma razoável.

Percebe-se então, a importância de saber interpretar as demonstrações financeiras através dos indicadores.

1.2. Os diversos tipos de análises

De acordo com Matarazzo (2010, p.10), “a análise de balanço surgiu por motivos eminentemente práticos e mostrou-se desde logo instrumento de grande utilidade”.

O objetivo deste item é apresentar os diversos tipos de análises possíveis para entender um Balanço.

Segundo Matarazzo (2010) as técnicas de análise são: análise através de índices, análise vertical e horizontal, análise do capital de giro, análise de rentabilidade, análise da demonstração do fluxo de caixa e análise prospectiva.

Cada análise citada tem um objetivo distinto. Brigham; Ehrhardt (2008), entendem que a função da análise vertical e horizontal é verificar tendências e no caso da análise vertical também é útil para análises comparativas.

Conforme Matarazzo (2010), podemos avaliar a rotação e os prazos médios de estocagem através da análise do capital de giro, inclusive é possível construir modelos de investimentos e financiamentos de capital de giro utilizando esta análise.

A rotação e os prazos médios dos estoques podem nos revelar o quanto está sendo eficiente nossa gestão dos estoques, evitando manter nossos estoques com excedente de material de pouco giro tornando-o obsoleto ao longo do tempo e agregando pouco valor a empresa. Em contrapartida, a falta de um material fundamental para o processo produtivo pode ocasionar enormes prejuízos para uma empresa, visto que sem ele não se pode produzir o produto final.

A análise de rentabilidade é segundo Ross; Westerfield; Jordan (2008, p.49), “um dos atributos de mais difícil visualização e mensuração numa empresa [...]”, ou seja, é muito complexo medir a rentabilidade de uma empresa de forma a se ter absoluta certeza do resultado obtido. De acordo com Ross; Westerfield; Jordan (2008, p.49):

O problema conceitual mais importante, no que diz respeito às medidas contábeis de rentabilidade, é o de que não nos oferecem um padrão de comparação. Em geral, uma empresa é rentável no sentido econômico somente quando sua rentabilidade é maior do que aquela que os investidores podem conseguir por si mesmos nos mercados de capitais.

Apesar de não nos oferecer um padrão é uma análise de grande importância quando estamos buscando uma empresa para investirmos o nosso dinheiro, visto que nos oferece um parâmetro palpável para tal decisão.

A análise da demonstração do fluxo de caixa “a partir de 2008, passa a ser obrigatória a elaboração e divulgação da Demonstração do Fluxo de caixa – com divulgação a partir de 2009”. (MATARAZZO, 2010, p.12)

Esta análise é de suma importância por oferecer aos administradores financeiros uma boa visão da saúde financeira da empresa. Segundo Matarazzo

(2010, p.233) “quase sempre os problemas de insolvência ou de iliquidez ocorrem por falta de adequada administração do fluxo de caixa; daí a importância de sua análise”.

Para Gitman (1997, p.88):

A demonstração dos fluxos de caixa permite ao administrador financeiro e a outras pessoas interessadas analisar o passado e possivelmente o futuro fluxo de caixa da empresa. O Administrador deve dedicar atenção especial tanto às principais categorias do fluxo de caixa quanto aos itens individuais de entradas e saídas de caixa, para detectar a ocorrência de quaisquer desvios em relação as políticas financeiras da empresa. Adicionalmente, a demonstração pode ser usada para avaliar se as metas projetadas forma alcançadas. Não é possível fazer uma ligação direta entre entradas e saídas de caixa com base nessa demonstração, mas ela pode ser usada para identificação de ineficiências. Por exemplo, aumentos nas duplicatas a receber e em estoques, resultando em grandes saídas de caixa, podem indicar problemas de crédito ou de estocagem, respectivamente.

Pode-se verificar que a análise pelo fluxo de caixa é muito importante para que detectemos problemas financeiros nos processos empresariais antes que os mesmos se tornem problemas crônicos e sem solução.

A análise prospectiva que leva em consideração os eventos futuros, pode inclusive nos proporcionar uma análise mais apurada das condições financeiras de uma empresa. Conforme Matarazzo (2010, p.13):

Em virtude de as técnicas previsionais incorporarem novas variáveis, acredita-se que o uso de tais técnicas supera em muito os resultados que se obtêm pela simples análise do passado. É claro que o grau de erro numa análise previsional é maior do que na análise do passado, mas isso não lhe tira a qualidade de mais eficiente, visto que a análise do passado, mesmo que absolutamente correta, pode, em certas circunstâncias, na obter nenhuma utilidade para a tomada de decisões; isso jamais acontecerá com a análise previsional.

Diante do exposto verificamos que a análise prospectiva pode ser muito interessante para verificação de retorno de um investimento.

E finalmente a análise por indicadores, que deixamos para tratar no fim deste item por ser o foco deste estudo.

De acordo com Marion (1993, p.471):

Os índices são relações que se estabelecem entre duas grandezas; facilitam sensivelmente o trabalho do analista, uma vez que a apreciação

de certas relações ou percentuais é mais significativa (relevante) que a observação de montantes, por si só.

Ou seja, através dos indicadores temos uma visão mais clara e objetiva de determinadas situações que sem eles não seria possível.

Para Gitman (1997, p.102) “a análise por meio de índices é usada para comparar o desempenho e a situação de uma empresa com outras empresas, ou consigo mesma ao longo do tempo”.

Alguns autores tratam a análise por indicadores por análise de quocientes. Conforme Ludícibus (2009, p.79):

Tradicionalmente, a análise e a interpretação de balanços têm-se valido do expediente de calcular uma série de quocientes relacionando as mais variadas contas do balanço e do demonstrativo operacional, procurando atribuir um significado de tais cálculos. Conquanto tais quocientes sejam muito úteis, [...] do ponto de vista da gerência da empresa enunciando brevemente o que significam, sem maiores presunções.

Apesar da tratativa ser diferente por alguns autores, podemos perceber que o significado é o mesmo, ou seja, independente de chamarmos de indicadores ou de quocientes a análise realizada e a validade desta análise permanece a mesma e visa avaliar a saúde financeira da organização.

1.3. O uso de indicadores para avaliação de empresas

Os indicadores são parte da análise das demonstrações financeiras que indicam a situação de uma empresa. Segundo Matarazzo (2010, p.81), “índice é a relação entre contas ou grupos de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa”.

Através dos indicadores conseguimos obter informações que nos leva a tomar determinadas decisões a respeito de uma empresa, “[...] índices são uma forma de comparar e investigar os relacionamentos entre as diferentes partes das informações financeiras. Seu uso elimina o problema do tamanho porque o tamanho se divide efetivamente”. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008, p.56)

Como podemos ver os indicadores são uma poderosa ferramenta para a avaliação de empresas, segundo Matarazzo (2010, p.81) “A avaliação da empresa

através de índices exige obrigatoriamente a comparação com padrões e a fixação da importância relativa de cada índice”. Baseado nisso, devemos escolher de forma criteriosa os índices mais adequados à nossa análise não havendo uma quantidade específica de indicadores utilizados em nossas análises, “o importante não é o cálculo de grande número de índices, mas de um conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa, segundo o grau de profundidade desejada na análise”. (MATARAZZO, 2010, p.82)

Entretanto um certo cuidado deve ser tomado quando avaliamos uma empresa através de indicadores, pois segundo Matarazzo (2010, p.82):

Assim como um médico usa certos indicadores como pressão e temperatura para elaborar o quadro clínico do paciente, os índices financeiros permitem construir um quadro de avaliação da empresa. Há, porém, uma diferença enquanto o médico pode ter certeza de que há algo errado com o paciente que apresenta pressão muito alta – talvez a eminência de um derrame -, na empresa um endividamento elevado não significa que esteja à beira da insolvência. Outros fatores como prestígio da empresa junto ao governo, relacionamento com o mercado financeiro etc., podem fazê-la operar indefinidamente, mesmo que mantenha sempre elevado endividamento. O índice financeiro, porém, é um alerta.

Os indicadores na sua forma mais simples só podem nos indicar os rumos que a empresa está tomando, entretanto, uma poderosa ferramenta de avaliação o EVA que “é muito mais que uma simples medida de desempenho. É a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica”. (EHRBAR, 1999, p.1)

Tendo em vista a análise através do EVA podemos considerá-lo um indicador mais completo e que iremos analisá-lo com maior detalhamento mais à frente.

2. CAPÍTULO – OS PRINCIPAIS TIPOS DE ÍNDICES

Neste capítulo iremos conceituar os indicadores mais utilizados classificados em grupos, pois segundo Matarazzo (2010, p.84): “Embora autores e profissionais de Análise de Balanço tenham alguns pontos em comum quanto aos principais índices de que se valem, existem algumas diferenças em suas análises”.

Essas diferenças dependem muitas vezes da forma como o autor utiliza o índice, os objetivos e o tipo de análise que ele deseja fazer, em suma, depende de qual foco quer se dar àquela análise.

Cada autor apresenta um conjunto de índice que, de alguma forma, difere dos demais. Mesmo com relação aos índices que contam de praticamente todas as obras e trabalhos, sempre há pequenas diferenças de fórmula. Por exemplo, no tange à rentabilidade do Patrimônio Líquido, há autores que apresentam a rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido inicial, outros sobre o Patrimônio Líquido médio e outros sobre o Patrimônio Líquido final. Com relação à Participação de Capitais de Terceiros ou Endividamento, também existem fórmulas diferentes. Há aqueles que calculam esse índice com relação ao total do Passivo da empresa, outros que o calculam em relação ao Patrimônio Líquido e outros, ainda, que invertem o índice, calculando a relação entre Ativo e Capitais de Terceiros, são, contudo, pequenas diferenças que não chegam a afetar propriamente a análise. (MATARAZZO, 2010, p.84)

Desta forma, iremos abordar os principais índices de liquidez, índices de endividamento, de atividade, de rentabilidade, verificaremos como determinar uma situação de possível falência e por fim, o EVA.

2.1. Índices de Liquidez

Segundo Gitman (1997, p.109) “Uma ‘empresa líquida’ é aquela que pode facilmente satisfazer suas obrigações de curto prazo no vencimento”. Podemos entender que liquidez é toda dívida que uma empresa pode honrar no curto prazo.

Já para Brigham; Ehrhardt (2008, p.77):

Um ativo líquido é aquele que pode ser negociado em um mercado ativo e, como consequência, pode ser rapidamente convertido em dinheiro a um preço de mercado vigente. Os ‘índices de liquidez’ de uma empresa conduzem a esta questão: a empresa será capaz de pagar suas dívidas à medida que elas vencerem no próximo ano e nos demais?

“Os índices de liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, isto é, constituem uma apreciação sobre se a empresa tem capacidade para saldar seus compromissos”. (MARION, 1993, p.472)

Conforme vimos, cada autor define liquidez de uma forma, mas todas convergem para um mesmo significado, que é a capacidade de uma empresa honrar seu passivo.

Um dos indicadores de liquidez mais utilizado e que iremos abordar é o índice de liquidez corrente, que segundo Gitman (1997) é calculado conforme a fórmula abaixo:

$$\text{Índice de liquidez corrente} = \frac{\text{ativo circulante}}{\text{passivo circulante}}$$

Este índice de liquidez indica a capacidade que a empresa tem de pagamento no curto prazo. Conforme Matarazzo (2010, p.102) “Indica: quanto a empresa possui no Ativo Circulante para cada \$1,00 de Passivo Circulante. Interpretação: quanto maior, melhor”.

Segundo Ludícibus (2009, p.80):

Em alguns casos, a inclusão dos estoques no numerador pode diminuir a aderência do quociente, como teste de liquidez. Quando a empresa e a economia se encontrarem em períodos de recessão ou de ‘desaquecimento’, e os investimentos em estoques forem sensíveis não se podem considerar ‘igualmente realizáveis’ itens tão diferentes como estoques e contas a receber. Aqueles têm de ser vendidos, primeiro, o que nem sempre é fácil num período de queda nos negócios.

Conforme verificamos para Ludícibus (2009), esse índice pode não ser válido se a empresa entrar em período de recessão ou desaquecimento da economia caso os estoques e o contas a pagar sejam levados em consideração em períodos distintos, pois obviamente o índice será destorcido, entretanto, ainda será útil se analisado com outros indicadores.

Ainda podemos verificar outras interpretações do índice de liquidez corrente. Uma delas é a análise pelo avesso que segundo Matarazzo (2010) devemos fazer o inverso do índice de liquidez corrente, ou seja, teremos um outro indicador que

representa a parcela do Ativo Circulante comprometida com o Passivo Circulante e o restante é proveniente do Capital Circulante Líquido (Capital Circulante Próprio + Exigível a Longo Prazo).

Um exemplo que podemos citar é se uma empresa tiver um índice de liquidez corrente de 1,50 e o seu inverso é de 66,6% significa dizer que:

Os créditos tomados a curto prazo (Passivo Circulante) acham-se aplicados no Ativo Circulante no qual a empresa possui ainda investidos recursos de outras fontes (Não Correntes) que equivalem a 50% dos créditos de curto prazo e que representam a liberdade da empresa em relação a esses créditos. (MATARAZZO, 2010, p. 210)

Portanto, ainda de acordo com Matarazzo (2010, p.208) “Se um analista estiver analisando um balanço de uma empresa e se deparar com um índice de Liquidez inferior a 1,00, não deve, em princípio, considerá-la sem condições de pagar suas dívidas em dia”.

Caso uma empresa tenha uma alta liquidez, não significa que esta tenha uma má administração. Esta empresa provavelmente deve ter um baixo Passivo Circulante que pode ser um indício que a mesma evita despesas financeiras de empréstimos bancários. Em suma, alta liquidez indica boa situação financeira, podendo revelar ainda um aumento da rentabilidade, embora, haja a possibilidade de haver recursos ociosos que são resultado da má administração de Ativos Circulantes refletindo na liquidez. (MATARAZZO, 2010)

Como podemos observar, o conceito embutido no índice de liquidez é relativo pelo fato de que devemos analisar uma empresa tendo em vista vários fatores como: o ramo, o giro dos estoques, a composição do ativo e do passivo, ou seja, um entendimento completo de toda a estrutura financeira da empresa analisada.

2.2. Índices de Endividamento

O índice de endividamento é o segundo tipo que iremos abordar e conforme Marion (1993, p.480): “É por meio desses indicadores que apreciaremos o nível de endividamento da empresa”.

Este índice é calculado dividindo-se o total de dívidas pelos ativos totais. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008)

Segundo Brigham; Ehrhardt (2008, p.83): “O índice de dívida total em relação ao ativo total geralmente chamado **índice de endividamento**, mede a porcentagem de fundos fornecidos pelos credores”.

Existem diferentes cálculos que demonstram o endividamento da empresa e cada um reflete um tipo de endividamento, segundo Matarazzo (2010, p.219) “os diferentes índices que medem o endividamento não são igualmente informativos”. Devemos tomar muito cuidado ao utilizar qualquer um deles.

O índice de endividamento também pode ser chamado de Índice de Participação de Capitais de Terceiros e também podem aparecer com fórmulas diferentes em cada publicação. (MATARAZZO, 2010)

Os índices de endividamento fornecem informação referente à proteção dos credores contra insolvência e à capacidade de obtenção de financiamento adicional pelas empresas, tendo em vista o aproveitamento de oportunidades de investimento potencialmente atraentes. Entretanto, as dívidas são apresentadas no balanço simplesmente pelo saldo devedor. Conseqüentemente, não é feito ajuste algum em função do nível corrente de taxas de juros (que pode ser mais alto ou mais baixo do que o nível existente quando as dívidas foram originalmente contraídas), ou em função de risco. Assim, o valor contábil das dívidas pode diferir substancialmente de seu valor de mercado. Algumas modalidades de dívida podem simplesmente não aparecer no balanço, tal como ocorre com as obrigações com o fundo de pensão da empresa ou obrigações provenientes de contratos de arrendamento. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008, p.48)

Baseados na citação acima, pode-se afirmar que nem sempre é confiável um índice de endividamento, o que nos leva a reafirmar que devemos ter muito cuidado ao analisar um indicador de endividamento.

Conforme Matarazzo (2010, p.219):

Lamentavelmente algumas pessoas acabam confundindo-se como aconteceu com um jornalista que, comparando o índice de Participação de Capitais de Terceiros de empresas brasileiras com o de empresas americanas, tomou para as brasileiras a relação Capitais de Terceiros/Patrimônio Líquido e para as americanas a relação Capitais de Terceiros/Passivo; chegou à falsa conclusão de que as empresas brasileiras se achavam inúmeras vezes mais endividadas.

O índice de endividamento segundo Brigham;Ehrhardt (2008) é representado pela fórmula abaixo:

$$\text{Índice de endividamento} = \frac{\text{Dívida total}}{\text{Total do ativo}}$$

A dívida total inclui tanto os passivos circulantes quanto o exigível a longo prazo. Os credores preferem índices de endividamento baixos porque quanto mais baixo for o índice, maior será a proteção dos credores contra prejuízos no caso de falências. Os acionistas, por sua vez, podem preferir maior alavancagem para ampliar os lucros esperados. (BRIGHAM; EHRHARDT, 2008, p.84)

O fato de uma empresa estar com o índice de endividamento acima da média do setor dela levanta um sinal vermelho o que pode tornar difícil para a empresa tomar emprestados fundos sem antes levantar mais capital patrimonial. (BRIGHAM; EHRHARDT, 2008)

Embora este indicador seja representado por diversas fórmulas, todas elas trazem informações de mesma natureza, ficando a critério do analista a escolha da que será mais útil no momento de sua análise.

Dentro da classificação de indicadores de endividamento temos um índice muito importante, que é o índice de cobertura de juros e segundo Brigham;Ehrhardt (2008) é determinado dividindo os lucros antes de juros e impostos pelas despesas de juros e é representado pela fórmula abaixo:

$$\text{Índice de cobertura de juros (ICJ)} = \frac{\text{LAJIR}}{\text{Despesas de juros}}$$

De acordo com Ross; Westerfield; Jordan (2008, p.60) “Para este índice também existem várias definições possíveis e comuns [...]”.

“O objetivo deste índice é identificar a capacidade da empresa para cobrir o pagamento de juros devidos”. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008, p.49)

Ainda Ross; Westerfield; Jaffe (2008, p.49) fazem o seguinte comentário:

A despesa de juros é um obstáculo a ser superado pela empresa caso esta queira evitar a inadimplência. O índice de cobertura de juros está diretamente ligado à capacidade de pagamento de juros da empresa. Entretanto, provavelmente faça mais sentido somar a depreciação ao lucro ao se calcular este índice, bem como incluir outras despesas de financiamento, tais como os pagamentos de amortização e aluguel.

Como se pode ver este índice deve ser maior que 1,00, pois isto indica que a empresa terá capacidade de honrar com seus juros contratuais.

2.3. Índices de Atividade

Para Gitman (1997, p.112) “Os índices atividade são usados para medir a rapidez com que várias contas são convertidas em vendas ou em caixa”.

Os índices de atividade estão diretamente vinculados com as contas de estoques de uma empresa. Segundo Marion (1993, p.483): “[...] quanto maior for a velocidade de recebimento de vendas e de renovação de estoque, melhor. Por outro lado, quanto mais lento for o pagamento das compras, desde que não corresponda a atrasos, melhor”.

Os índices de atividade “[...] se destinam a descrever a eficiência ou a intensidade com a qual uma empresa utiliza seu ativo para gerar vendas”. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008, p.61)

Iremos tratar basicamente do prazo médio recebimento de vendas (PMRV), do prazo médio de pagamento das compras (PMPC) e do prazo médio de renovação de estoques (PMRE)¹.

Segundo Matarazzo (2010, p.261), “O volume de investimentos em Duplicatas a Receber é determinado pelo prazo médio de recebimento de vendas”.

O PMRV é representado conforme abaixo (GITMAN, 1997):

$$\text{PMRV} = \frac{\text{Duplicatas a receber}}{\text{Vendas médias por dia}}$$

$$\text{PMRV} = \frac{\text{Duplicatas a receber}}{\frac{\text{Vendas anuais}}{360}}$$

O PMRV, segundo Gitman (1997, p.113), “[...] é útil na avaliação das políticas de crédito e cobrança”.

¹ As abreviações podem variar de autor para autor, entretanto para este estudo iremos utilizar somente essas nomenclaturas.

Se uma empresa estiver usando uma política de crédito liberal, o saldo de suas contas a receber será mais elevado. Uma regra prática comum usada pelos analistas financeiros diz que o prazo médio de recebimento de uma empresa não deve superar em mais de 10 dias o prazo permitido para pagamento. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008, p.47)

Portanto, este índice é muito importante para identificar se a política de crédito utilizada pela empresa está adequada para a obtenção dos resultados esperados.

Conforme Matarazzo (2010, p.266): “Tudo o que foi dito com relação ao prazo de recebimento de vendas é análogo ao prazo de pagamento de compras (PMPC)”.

O PMPC é representado conforme abaixo (GITMAN, 1997):

$$\text{PMPC} = \frac{\text{Duplicatas a pagar}}{\text{Compras médias por dia}}$$

$$\text{PMPC} = \frac{\text{Duplicatas a pagar}}{\frac{\text{Compras anuais}}{360}}$$

De acordo com Gitman (1997, p.114): “Emprestadores potenciais e fornecedores de crédito comercial interessam-se especialmente pelo período médio de pagamento, uma vez que isso lhes propicia um indicador dos padrões de pagamento das contas da empresa”.

A maneira de se calcular o PMRE, segundo Matarazzo (2010, p.266), “[...] é análoga às anteriores. Há, porém, uma diferença fundamental: enquanto as duplicatas a Receber (ou a pagar) decorrem das vendas (ou das compras) passadas, os estoques relacionam-se com as vendas (a preço de custo) futuras”.

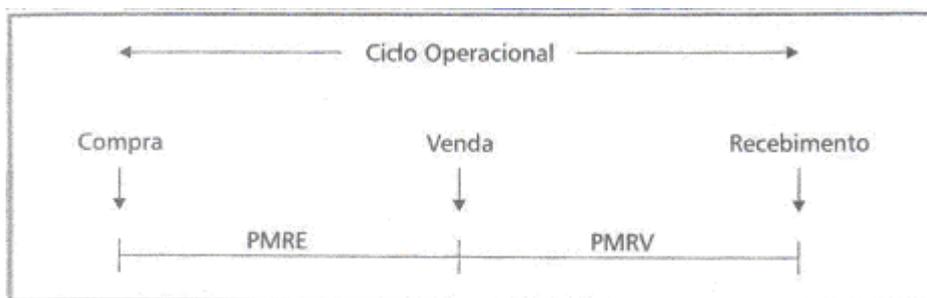
O PMRE pode ser representado conforme abaixo (GITMAN, 1997):

$$\text{PMRE} = \frac{360}{\frac{\text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Estoques}}}$$

De acordo com Matarazzo (2010, p.267), “a análise dos prazos médios só é útil quando os três prazos são analisados conjuntamente”.

Graficamente:

Figura 1: Ciclo Operacional



Fonte: (MATARAZZO, 2010, p.267)

O Ciclo Operacional mostra o prazo de investimento. Paralelamente ao Ciclo operacional ocorre o financiamento concedido pelos fornecedores, a partir do momento da compra. Até o momento do pagamento aos fornecedores, a empresa não precisa preocupar-se com o financiamento, o qual é automático. Se o Prazo Médio de Pagamento de Compras – PMPC – for superior ao Prazo Médio de Renovação de Estoques – PMRE –, então os fornecedores financiarão também uma parte das vendas da empresa. O tempo decorrido entre o momento em que a empresa coloca o dinheiro (pagamento ao fornecedor) e o momento em que recebe as vendas (recebimento do cliente) é o período em que a empresa precisa arrumar financiamento. É o *Ciclo de Caixa*, também chamado Ciclo Financeiro. (MATARAZZO, 2010, p.267)

Pode-se inferir que esta é uma das formas mais baratas de se financiar, pois havendo um equilíbrio entre os três prazos médios a empresa tende a reduzir seus custos operacionais.

2.4. Índices de Rentabilidade

Um outro grupo de índices muito importante são os índices de rentabilidade, que segundo Matarazzo (2010, p.110), “os índices deste grupo mostram a rentabilidade dos capitais investidos, isto é, quanto renderam os investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa”.

Entretanto, esses índices possuem problemas do ponto de vista contábil, segundo Ross; Westerfield; Jaffe (2008, p.49):

O problema conceitual mais importante no que diz respeito às medidas contábeis de rentabilidade, é o de que não nos oferecem um padrão de comparação. Em geral, uma empresa é rentável no sentido econômico somente quando sua rentabilidade é maior do que aquela que os investidores podem conseguir por si mesmos nos mercados de capitais.

Não iremos analisar todos, mas apenas: a Margem Operacional (MO), a Margem Líquida (ML), Taxa de Retorno do Ativo (ROA), Taxa de Retorno sobre o Investimento (ROI) e finalmente a Taxa de Retorno do Capital Próprio (ROE).

De acordo com Gitman (1997, p.122), “a Margem Operacional mede o que, com freqüência, se denomina *lucros puros*, obtidos em cada unidade monetária de venda”.

Este indicador de acordo com Ludícibus (2009), é analisado em função do tempo e é utilizado na análise vertical das Demonstrações de Resultados, fornecendo informações valiosas para compor o retorno sobre o investimento.

A Margem Operacional pode ser representada conforme abaixo (GITMAN, 1997):

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Vendas}}$$

Vale ressaltar ainda que este indicador “mede a porcentagem de lucro obtido em cada unidade monetária de venda, antes dos juros e do imposto de renda”. (GITMAN, 1997, p.122)

Outro indicador importante é a Margem Líquida que segundo Gitman (1997,p.122): “[...] mede a porcentagem de cada unidade monetária de venda que restou, depois da dedução de todas as despesas, inclusive o imposto de renda. Quanto maior for a margem líquida da empresa melhor”.

É representando conforme abaixo (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008):

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Vendas}}$$

Este é o indicador de lucratividade mais simples de todos, porém muito utilizado pela maior parte das empresas para verificar a evolução ao longo do tempo.

Taxa de Retorno do Ativo ou ROA (Return on total assets), segundo Gitman (1997, p.123): “Mede a eficiência da administração na geração de lucros com seus ativos totais; também chamado de retorno sobre o investimento (ROI)”.

Como se pode perceber, Gitman considera o ROA e o ROI como sendo indicadores iguais, entretanto, existe diferenças entre eles conforme é mencionado por Póvoa (2007, p.77):

O Retorno sobre o Ativo (em inglês, Return on Assets, também expresso na sigla ROA) mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa. O indicador deve ser sempre comparado ao chamado custo de capital, que é a média ponderada entre o custo da dívida e o custo do capital próprio [...]. Em termos contábeis, por ser de mais fácil mensuração, o Retorno sobre o Ativo (ROA) pode ser considerado uma *proxy* do Retorno sobre Investimentos (ROI), que basicamente inclui todo o aporte da dívida – curto, médio e longo prazo e capital próprio na empresa, sem considerar o investimento em capital de giro.

O ROA é representado conforme abaixo (GITMAN, 1997):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro líquido depois do imposto de renda}}{\text{Ativo total}}$$

“Finalmente, o mais importante índice contábil, ou ‘última linha’, é o lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido dos acionistas ordinários, que mede o **retorno sobre o patrimônio líquido dos acionistas ordinários (ROE)**” (BRIGHAM; EHRHARDT, 2008, p.88).

É representando pela fórmula abaixo (GITMAN, 1997):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro líquido após imposto de renda}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

Este indicador mostra se o investimento do acionista está tendo um bom retorno.

2.5. Determinando Falência

Os indicadores nos dão sinais da situação de uma empresa, segundo Ludícibus (2009), porém nada substituirá a experiência de um analista acostumado avaliar os indicadores. Assim como um computador não pode substituir um médico, um analista não poderá ser substituído por uma receita ou por um computador na sua função de avaliar empresas através dos indicadores.

Em 1974, o Prof. Stephen C. Kanitz, da Universidade de São Paulo, apresentou uma abordagem interessante para o estudo e interpretação de alguns indicadores (IUDÍCIBUS, 2009).

Através de tratamento quantitativo de dados de algumas empresas que forma à falência, conseguiu montar o que denominou 'fator de insolvência' e que consiste em relacionar alguns quocientes, atribuindo pesos a eles (derivantes da análise quantitativa realizada na amostra) e somando os valores assim obtidos. Se a soma recair entre certos valores, a empresa estará na faixa de 'insolvência' e, se recair em outros intervalos, estará na faixa de 'penumbra' ou de 'solvência'. (IUDÍCIBUS, 2009, p.100)

O Fator de Insolvência é calculado conforme abaixo:

$$X1 = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 0,05$$

$$X2 = \frac{\text{Ativo Corrente} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Exigível Total}} \times 1,65$$

$$X3 = \frac{\text{Ativo Corrente} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Corrente}} \times 3,55$$

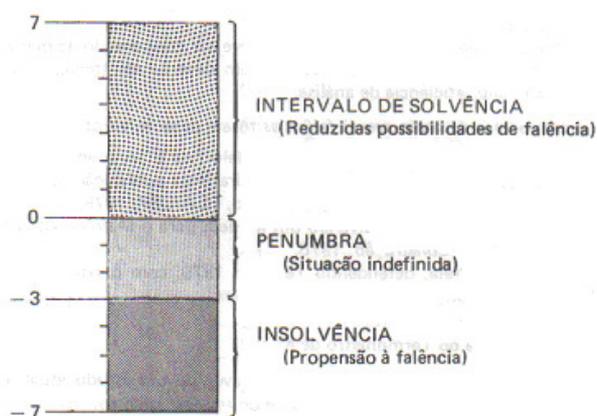
$$X4 = \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}} \times 1,06$$

$$X5 = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 0,33$$

$$\text{Fator de Insolvência} = X1 + X2 + X3 - X4 - X5$$

Depois de calculado, verifica-se no gráfico abaixo onde recaí o resultado para determinar em que ponto a empresa estará classificada.

Gráfico 1: Classificação do Fator de Solvência



Fonte: (MARION, 1993, p.493)

De acordo com Marion (1993), deve-se tomar alguns cuidados na aplicação desses cálculos, visto que o modelo é claramente destinado à Indústria e Comércio. E não deve ser utilizado em outros setores de forma indiscriminada. Outro ponto que deve ser observado é que as Demonstrações Financeiras devem refletir a realidade financeira da empresa, o que nem sempre ocorre nas empresas de pequeno porte. Além do que o modelo jamais deve ser considerado de forma isolada, mas sempre acompanhado de outras análises que forneçam condições para uma avaliação mais consistente e coerente.

2.6. Economic Value Added - EVA

Considerado hoje como uma ferramenta das mais modernas para avaliação de investimentos, o EVA é utilizado a mais de 200 anos por economistas como parte da sua caixa de ferramentas e em sua forma mais fundamental é a simples noção de lucro residual, ou seja, para que os investidores realizem uma taxa de retorno esperada esta taxa deve ser grande o suficiente para compensar o risco. (EHRBAR, 1999).

Segundo Brigham; Ehrhardt (2008, p.50): “[...] o valor econômico adicionado (EVA) se focaliza na eficiência administrativa em dado ano”.

Os executivos de grandes empresas têm um certo senso intuitivo de criação de valor e sabem que ao tomarem uma decisão errada, o seu negócio pode acabar ganhando uma dívida que não será capaz de honrar. Os altos executivos, no entanto, são pagos para responder por coisas diferentes da criação de valor e quando os administradores não são os próprios donos, ou possuem apenas uma pequena parcela das ações, a criação de valor passa a não se em sua maioria, prioridade. (YOUNG; O’BYRN, 2003)

Conforme Young; O’byrn (2003, p.19): “[...] O resultado disso é a destruição de valor, não que ocorra de modo intencional, mas porque os administradores perseguem outros objetivos que às vezes conflitam com a criação de valor”.

A necessidade de geração de lucros crescentes nos mercados de capitais, levaram grandes companhias em todo o mundo a adotar novas formas de desempenho para acompanhar o sucesso da administração na criação de valor para

os acionistas e motivar os funcionários a trabalharem com um único objetivo: a criação de valor.

Conforme Young; O'byrn (2003, p.20):

[...] Embora os proponentes de uma determinada métrica defendam a sua superioridade em relação a outras que lhe sejam concorrentes, todas são organizadas sob um mesmo princípio básico: para criar valor para seus acionistas, as empresas devem gerar retornos sobre o capital investido que excedam o custo desse capital. Cada métrica pode ter suas próprias vantagens e desvantagens e ser expressa de uma determinada forma. No fundo, todas são desenhadas para mensurar o sucesso da gestão em atingir o seu objetivo.

Assim, o EVA auxilia a atingir os objetivos da organização, uma vez que ajuda os gestores a entender melhor os objetivos financeiros da empresa. (YOUNG; O'BYRN, 2003)

Inúmeros fatores estão fazendo com que a alta administração repense no seu papel e no papel de suas empresas, devido às mudanças profundas que vêm ocorrendo nos últimos 20 anos nas decisões corporativas, especialmente no que diz respeito à criação de valor. Young; O'byrn (2003), destacam que a visão de gerar riquezas para o acionista é consequência de inúmeros acontecimentos tais como: globalização e desregulamentação do mercado de capitais; fim dos controles sobre capitais e câmbio; avanços em tecnologia de informações; maior liquidez no mercado de títulos; melhoria na regulação dos mercados de capitais; mudança de atitude das novas gerações para poupar e investir e expansão dos investimentos institucionais.

No passado, as empresas não precisavam se destacar para serem lucrativas, mesmo quando as empresas apresentavam baixo desempenho, eram raros os casos de demissão dos executivos. No entanto, na década de 70/80 o ambiente sofreu inúmeras alterações, começando pela liberação das taxas de câmbio no mercado de moedas, aumento da acessibilidade da tecnologia da computação, possibilitando muitos anos de expansão econômica em todo o mundo. Houve interesse das empresas em competir com os mercados globais e então, instalaram-se modernos sistemas eletrônicos de negociação de papéis e reduziram-se os custos de transação, atuando sobre o volume e a liquidez dos negócios (YOUNG; O'BYRN, 2003).

Conforme Young; O'byrn (2003, p.22): “[...] foram estipuladas normas para tornar o jogo no mercado de títulos mais justo, como restrições à atuação de *insiders* e maior exigência de divulgação de resultados financeiros”.

O interesse por investimentos e ações cresceu e houve uma explosão mundial de fundos mútuos, de renda fixa e outras formas de investimento institucional.

Conforme é destacado por Young; O'byrn (2003, p.22):

Quando essas mudanças nos mercados de capitais são consideradas conjuntamente, fica clara a principal lição que isto traz para os administradores corporativos: o capital atingiu um grau de mobilidade que não encontra precedente na história da humanidade, indo sempre aos lugares onde é mais valorado. Em outras palavras, o capital não fica mais ‘grudado’ aos investimentos. Ele se move e esse movimento ocorre sempre que os investidores tenham expectativas que o seu dinheiro estará melhor aplicado em algum outro lugar.

Nos dias atuais as empresas precisam ser competitivas, não somente em termos de produtos e serviços, mas também precisam obter os melhores custos, ou seja, os menores para que possam funcionar de forma saudável e garantir a sua sobrevivência por muitos anos. Este é um dos objetivos do EVA, é o que ele vem nos mostrar.

De acordo com Grinblatt; Titman (2005, p.300):

O Valor Econômico Adicionado (EVA) é simplesmente uma forma de contabilidade para o custo de utilizar capital ao se calcular o lucro. Em contraste com os lucros contábeis, que cobram somente pelos juros pagos pelo capital de dívida, o EVA impõe uma cobrança tanto sobre a dívida quanto sobre o capital de patrimônio líquido. Além disso, enquanto o EVA prefere o fluxo de caixa aos lucros contábeis, ele reconhece que mudanças no capital afetam aquele.

Para entendermos melhor como o EVA é calculado devemos considerar o seguinte (GRINBLATT; TITMAN, 2005):

I_t = o valor contábil na data t , ajustado para a depreciação econômica, dos ativos de capital do projeto (casos especiais: em $t = 0$, é o preço de compra; tanto em $t = -1$, a data antes de o projeto começar, quanto em $t = T$, a data terminal em que os ativos são vendidos, $I_t = 0$).

O fluxo de caixa na data t , C_t , é decomposto na soma de três componentes:

$I_{t-1} - I_t =$ a redução em capital de $t - 1$ para t^2

$I_{t-1} r =$ um encargo justo para o uso de capital de $t - 1$ para t

$EVA_t =$ uma medida da lucratividade econômica verdadeira do projeto de $t - 1$ para t

Visto que EVA, é definido como o que quer sobre depois de contabilizados os dois primeiros componentes, o Valor Econômico Adicionado da data t da série de fluxos de caixa é:

$$EVA_t = C_t - (I_{t-1} - I_t) - I_{t-1} r \quad (10.2a)$$

Observe que, se os termos I_{t-1} forem agrupados juntos na Equação (10.2a), então:

$$EVA_t = C_t + I_t - I_{t-1} - (I + r) \quad (10.2b)$$

Existem dois casos especiais. Na data 0 de início (na medida em que o capital não existia antes dessa data), não há cobranças pelo capital. Por conseguinte, na data 0, a Equação (10.2b) estabelece:

$$EVA_t = C_0 + I_0$$

Na data terminal T , a Equação (10.2b) implica que:

$$EVA_t = C_T - I_{T-1} (1 + r)$$

Porque todo o capital é liquidado na data terminal, implicando $I_T = 0$.

Agora desconte o fluxo de EVA da data T , gerando:

$$\text{Fluxo de EVA descontado} = EVA_0 + \frac{EVA_1}{(1+r)} + \frac{EVA_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{EVA_{T-1}}{(1+r)^{T-1}} + \frac{EVA_T}{(1+r)^T}$$

² “A redução em capital inclui a venda de ativos de capital, bem como a depreciação econômica. Surgem aumentos no capital a partir de despesas de capital e valorização econômica no valor contábil de um ativo de capital”. (GRINBLATT; TITMAN, 2005, p. 301)

Substituir a Equação (10.2b), nesta fórmula implica que:

$$\begin{aligned}
 \text{Fluxo de EVA} &= C_0 + I_0 + \frac{C_1 + I_1 - I_0(1+r)}{1+r} \\
 \text{descontado} &+ \frac{C_2 + I_2 - I_1(1+r)}{(1+r)^2} + \dots \\
 &+ \frac{C_{T-1} + I_{T-1} - I_{T-2}(1+r)}{(1+r)^{T-1}} + \frac{C_{T-1} - I_{T-1}(1+r)}{(1+r)^T} \\
 &= C_0 + \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_{T-1}}{(1+r)^{T-1}} + \frac{C_T}{(1+r)^T} \\
 &= VPL
 \end{aligned}$$

Como os termos I_t , representando capital, cancelam um ao outro na expressão para o fluxo de EVA descontado, este é igual ao VPL do projeto.

Conforme Stewart (2005, p.117): “A mais importante vantagem do EVA, entretanto, diz respeito ao fato de ser ele a única medida de desempenho que se conecta diretamente ao valor de mercado intrínseco de uma empresa”.

Observa-se que este indicador em especial, é uma excelente ferramenta que possibilita chegar o mais próximo de uma decisão assertiva tomada por uma empresa.

3. CAPÍTULO – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS UTILIZANDO ÍNDICES

Ao longo de todo estudo, foi mostrado os principais índices utilizados para avaliação de empresas. Com o objetivo de verificar a validade desses índices será analisadas as três maiores empresas e as três melhores empresas dentro do setor de atuação das três maiores, segundo a revista Exame.

A base para esta análise é a 37ª edição da revista Exame – Melhores e Maiores, para classificar as empresas, pois desta forma parte-se de informações de conhecimento público de uma revista conceituada no meio dos negócios.

3.1. Avaliação das três Maiores Empresas

As três maiores empresas segundo o Guia Exame 2010 com referência ao ano de 2009 e em termos de Lucro Líquido Legal são:

- ✓ Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás;
- ✓ Vale S/A;
- ✓ Companhia de Bebida das Américas.

O Lucro Líquido Legal foi escolhido para classificar as empresas analisadas neste estudo, visto que segundo o Guia Exame (2010, p.220):

É o resultado nominal do exercício apurado de acordo com as regras legais (sem considerar os efeitos da inflação), depois de descontados o imposto de renda e a contribuição social e ajustados os juros sobre o capital próprio, se considerados como despesas financeiras.

E por se tratar de um indicador que leva em consideração as regras legais acredita-se que este é o mais adequado para este estudo.

Segue a apresentação resumida da empresa Petróleo Brasileira S.A. – Petrobrás, segundo o site³ da revista Exame Melhores e Maiores de 2010:

³ < <http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/ficha/petrobras/2009> >

A Petróleo Brasileiro S/A é uma companhia integrada que atua na exploração, produção, refino, comercialização e transporte de petróleo e seus derivados no Brasil e no exterior. No início de 2003, possuía 93 plataformas de produção, mais de dez refinarias, quase 16.000 quilômetros em dutos e 7.200 postos de combustíveis. De acordo com o novo modelo de estrutura organizacional, implementado em 2002, a companhia funciona com quatro áreas de negócios: Exploração e Produção, Abastecimento, Gás & Energia e Internacional. Duas áreas são de apoio: Financeira e Serviços. A Petrobras desenvolve diversas atividades no exterior e mantém uma consistente atividade internacional, como compra e venda de petróleo, tecnologias, equipamentos, materiais e serviços; acompanhamento do desenvolvimento da economia americana e européia; operação financeira com bancos e bolsa de valores; recrutamento de pessoal especializado; fretamento de navios; e apoio em eventos internacionais, entre outros. Além de estar presente em diversos países como Angola, Argentina, Bolívia, Colômbia, Estados Unidos, Guiné Equatorial, Nigéria e Trinidad e Tobago, a Petrobras conta ainda com o apoio de seus escritórios no exterior (Nova York e Japão).

A Petrobrás é considerada uma das maiores e mais importantes empresas do Brasil atualmente.

A segunda empresa escolhida pelo critério de classificação é a Vale S/A, que segundo o site⁴ da revista Exame Melhores e Maiores de 2010 tem a seguinte descrição resumida:

A Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) é uma das maiores empresas de produção e exportação de minério de ferro do mundo. A CVRD foi criada em 1942 pelo governo Getúlio Vargas, por meio de acordos com o governo americano. Na década de 70, o grupo de mineração Vale do Rio Doce diversificou sua atuação com a criação de diversas associações com investidores internacionais. Na época, a CVRD tornou-se a maior exportadora de minério de ferro do mundo, com 16% do mercado. Com a privatização, em 1997, a CVRD passou a ser controlada pela Valepar. Outras empresas que formam o grupo Vale do Rio Doce: Florestas Rio Doce, Itaco, Aluvale, Urucum, Bahia Sul, Cenibra, Hispanobrás, Itabasco, Nibrasco, MSG, CSI, CSN, CST, MRN, Albrás, Alunorte, Valesul, Pará Pigmentos, Açominas, Celmar, Ferrovia Centro-Atlântica, Samitri, Samarco.

A Vale é considerada uma das maiores mineradoras do Mundo, tendo sua sede no Brasil e atuação em mais de 35 países.

A terceira empresa escolhida pelo critério de classificação é a Companhia de Bebidas das Américas – Ambev, que é detentora de muitas marcas de cerveja e

⁴ <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/ficha/vale-do-rio-doce/2009>>

refrigerantes no mundo todo. E segundo o site⁵ da própria Ambev ela se descreve da seguinte forma:

Ser a '**Melhor Empresa de Bebidas do Mundo em um Mundo Melhor**'. Esta é a missão da AmBev, empresa de capital aberto, sediada em São Paulo, no Brasil, com **operações em 14 países das Américas** (Argentina, Brasil, Bolívia, Canadá, Chile, El Salvador, Equador, Guatemala, Nicarágua, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela). Dona de um **portfólio de "estrelas"** como Antarctica, Brahma, Bohemia, Skol, Original, Stella Artois; os refrigerantes Guaraná Antarctica, Soda, Pepsi e Sukita, além das inovações H2OH! e Guarah!, a AmBev é líder no ranking das cervejarias na América Latina.

Reconhecida como **uma das melhores empresas para se trabalhar**, a AmBev tem em seus 39 mil funcionários - 23 mil só no Brasil - sua maior fortaleza. Por isso, investe continuamente no desenvolvimento e sucesso de sua Gente, que é incentivada a se sentir dona da companhia e pensar grande. Pioneira, desenvolve o **Programa AmBev de Consumo Responsável** há sete anos, fazendo campanhas de conscientização sobre o uso indevido do álcool, norteadas pelas premissas da Organização Mundial da Saúde (OMS).

Sua reconhecida excelência em gestão gera retorno aos seus acionistas e garante **atuação sustentável**. Em 2008, atingiu volume de vendas de 146,9 milhões de hectolitros de bebidas e receita líquida de R\$ 20,9 bilhões. No mesmo ano, destinou R\$ 206 milhões para ações socioambientais. Entre os principais resultados estão: sete unidades fabris já operam com geração de energia por meio de biomassa e redução de 23% no consumo de água nos últimos seis anos. Uma prova de que é possível aliar crescimento à sustentabilidade.

Esta é a estrutura da terceira maior empresa segundo a revista Exame Melhores e Maiores de 2010.

Pode-se observar que a estrutura de cada empresa é proporcional ao setor de atuação. Isto pode ser percebido no primeiro indicador utilizado pela revista Exame, que é o indicador de Vendas, pois a Petrobrás tem um valor bem mais expressivo neste item devido ao setor em que atua, sendo que os valores da Ambev e da Vale estão muito próximos mesmo pertencendo a setores diferentes e a Vale sendo uma empresa de Mineração conhecida em todo Mundo.

Quando essas gigantes são traduzidas em números, percebe-se o motivo de serem maiores. Segue os indicadores divulgados pela revista em seu site⁶ comparando-as.

⁵ < <http://www.ambev.com.br/Ambev/>>

⁶ < <http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores/tabela/2009/1/23/803>>

Quadro 1: Comparativo de Indicadores das Maiores Empresas

Indicador	Ambev		Petrobras		Vale	
	Ano base		Ano base		Ano base	
	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Vendas (USD milhões)	15.723,50	15.735,50	102.830,70	129.376,90	15.975,60	21.416,20
Crescimento das Vendas (%)	-0,1	-10,6	-20,5	9,8	-25,4	34,8
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	2.400,50	934,70	13.397,10	19.774,60	5.505,70	6.681,00
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	3.422,90	1.832,80	16.835,20	21.848,10	5.886,20	12.747,80
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	11.148,00	10.562,60	96.289,40	89.680,00	55.877,20	60.089,00
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	11.051,60	10.350,90	94.118,50	86.297,70	54.983,30	57.676,20
Capital de Giro Próprio (USD milhões)						
Rentabilidade do Patrimônio Ajustada (%)	18,4	7,5	13,3	20,7	9,5	10,5
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	26,4	14,9	17	23,7	10,3	20,9
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	-842,4	-2806,9	-13.231,20	-36.209,50	-939	4939,4
Liquidez Geral (Nº Índice)	0,6	0,5	0,8	0,9	0,3	0,4
Endividamento Geral (%)	43,4	47	47,7	53,1	39,9	43,6
Endividamento a Longo Prazo (%)	19,5	20,3	22,4	18,1	29,8	33
Riqueza Criada (USD milhões)	7.604,70	6.915,10	62.586,70	71.349,20	7.090,20	11.458,50
Nº de Empregados	19.264	18.695	55.802	55.199	40.101	37.887
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)	400,7	347,3	1.127,70	1.353,80	181,8	321,5
Ebitda (USD milhões)	2.432,10	2.652,50	25.593,80	36.528,80	7.734,90	10.559,30
Salários e Encargos (USD milhões)	661,5	397,6	5.872,20	5.600,60	1.320,70	
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	5.200,00	5.208,70	24.320,40	28.775,20	500,6	960,6
Exportação – Valor (USD milhões)	10	16,4	15.589,20	21.912,40	12.644,10	15.492,20
Exportação – % das Vendas (%)	0,1	0,1	15,2	16,9	79,1	72,3
Rentabilidade das Vendas (%)						
Margem das Vendas (%)	15,3	5,9	13	15,3	34,5	31,2
Giro (Nº Índice)	0,8	0,8	0,6	0,7	0,2	0,2
Liquidez Corrente (Nº Índice)	0,8	0,5	0,7	0,5	0,9	1,4
Total do Ativo (USD milhões)	19.710,80	19.942,60	184.197,30	191.151,30	93.028,10	106.631,50

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores/tabela/2009/1/23/803>>

De todos os índices mostrados neste trabalho, pode-se perceber que a revista Exame trata apenas alguns que ela julga mais importante, e de fato são índices muito importantes, principalmente quando é feita uma análise horizontal e verifica-se a evolução de cada índice ao longo dos anos. Como pode-se perceber nessa tabela, as três empresas tiveram redução de receita de vendas de um ano para outro e conseqüentemente houve uma redução do Lucro Líquido Ajustado, com exceção para a Ambev, que ao contrário das demais, obteve um aumento de 156,8% (para se saber exatamente a origem desse aumento no Lucro Líquido

Ajustado, seria necessária uma análise mais detalhada dos números da Ambev, entretanto não é o foco deste estudo).

Pode-se comprovar por esta simples análise de índices, que é impossível olhar para apenas um índice e ter a real situação de uma empresa. Para exemplificar, vamos olhar para o Índice de Liquidez Corrente, que das três empresas estão abaixo de um e se seguíssemos a risca o seu conceito, diríamos que esta empresa não tem condições de pagar suas dívidas em dia, quando isto não é verdade. Segundo Matarazzo (2010), um Índice de Liquidez Corrente menor que um deve ser interpretado que a empresa em questão tem uma insuficiência de investimentos no Ativo Circulante, esta insuficiência é motivada por aplicações desses recursos no Ativo Permanente, motivo pelo qual a empresa não tem nenhuma liberdade em relação aos recursos que os credores de curto prazo suprem. No entanto, não significa que a empresa irá ruir no próximo ano ou que a mesma esta em má condição.

3.2. Avaliação das três melhores empresas de acordo com os setores das três maiores empresas segundo a revista Exame.

Neste item, vamos avaliar as melhores empresas considerando o setor de atuação de cada uma das empresas classificadas entre as três maiores, ou seja, a maior empresa classificada no item anterior foi a Petrobrás, do setor de Energia, logo, iremos analisar a primeira do seu setor. Seguindo este critério teremos as seguintes empresas:

- ✓ CPFL Comercialização Brasil S.A. – Setor: Energia;
- ✓ Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração – Setor: Mineração;
- ✓ Souza Cruz S.A. e Sociedades Controladas – Setor: Bens de Consumo.

Segue apresentação resumida da CPFL Comercialização Brasil S.A., de acordo com seu site⁷ na internet:

⁷ < <http://www.cpf.com.br/ri> >

A CPFL Energia é uma *holding* que, por meio de suas subsidiárias, distribui, gera e comercializa energia elétrica no Brasil, nos mercados regulado e livre.

Trata-se da maior companhia privada do setor elétrico brasileiro. Trabalha com experiência e conhecimento da atividade, desenvolvidos ao longo dos 97 anos de existência de suas empresas.

A confiança do Grupo CPFL no futuro do país está comprovada pelos amplos investimentos realizados no aumento da capacidade de geração, distribuição e comercialização de energia. E está refletida na solidez da companhia, na excelência do sistema de gestão, nos impactos de seus negócios na sociedade brasileira, na gestão de todos os seus relacionamentos e na eficiência e qualidade em tudo o que faz.

Seu desenvolvimento e perspectivas são reflexos dos seguintes pontos fortes:

Sólida base de distribuição;

Operações nos Estados de São Paulo, Rio Grande do Sul, Paraná e Minas Gerais, importantes pólos econômicos e industriais do País;

Larga experiência no planejamento, administração e implementação de projetos de geração;

Força e relevância de nossos acionistas;

Negócios de comercialização bem sucedidos.

Sua atuação é regida pela legislação brasileira e suas controladas também observam as normas estabelecidas para empresas do setor elétrico. Os contratos de concessão são firmados pela União por meio do órgão regulador, a Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

A CPFL Comercialização Brasil S.A. é considerada uma ótima empresa, sendo classificada em 1ª lugar dentro do seu setor de atuação (Energia), neste caso, vale ressaltar que ela está à frente da empresa Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás, considerada a maior do setor. Entretanto, o que faz a CPFL Comercialização Brasil S.A. ser a melhor do seu setor, segundo a revista Exame Melhores e Maiores de 2010, é o fato de que no ano de 2009 que foi um ano marcado pela queda de preços e do consumo, a empresa lucrou 122 milhões de dólares com a venda de sobras de energia em leilão, além do que ela teve uma rentabilidade do patrimônio de 99%, ou seja, a melhor taxa do setor.

Se analisarmos esta rentabilidade 99% frente a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás, perceberemos que a mesma obteve apenas 13,3%, o que está acima do seu setor que é de -0,8%, porém muito abaixo da CPFL Comercialização Brasil S.A., que conseguiu vender cerca de 150MW no leilão que ocorreu em Fevereiro/2009, evitando que a empresa ficasse com essa energia ociosa (EXAME MELHORES E MAIORES DE 2010, 2010).

Segue um comparativo de indicadores entre a CPFL Comercialização Brasil S.A., a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás e a média do setor de Energia,

mostrando as principais diferenças entre elas, partindo do ponto de vista do tamanho de cada uma delas.

Quadro 2: Comparativo de Indicadores entre CPFL Brasil e Petrobras

Indicador	CPFL Brasil		Petrobras		Média do Setor	
	Ano base		Ano base		Ano base	
	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Vendas (USD milhões)	1.090,90	1.197,50	102.830,70	129.376,90	1.470,60	1.797,00
Crescimento das Vendas (%)	-8,9	-4,1	-20,5	9,8	8,8	5,7
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	122,10	119,80	13.397,10	19.774,60	145,80	205,90
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	120,80	118,00	16.835,20	21.848,10	191,20	238,70
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	2,50	2,90	96.289,40	89.680,00	1.662,20	1.735,00
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	2,10	2,10	94.118,50	86.297,70	1.563,50	1.645,60
Capital de Giro Próprio (USD milhões)						
Rentabilidade do Patrimônio Ajustado (%)	99	99,1	13,3	20,7	-0,8	6,1
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	98,3	98,2	17	23,7	-2,2	3,2
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	40,80	-35,00	-13.231,20	-36.209,50	-53,60	-216,10
Liquidez Geral (Nº Índice)	1	1	0,8	0,9	0,7	0,7
Endividamento Geral (%)	99,1	98,8	47,7	53,1	62,1	63,4
Endividamento a Longo Prazo (%)	37,2	1	22,4	18,1	32,9	35,2
Riqueza Criada (USD milhões)	216,40	255,60	62.586,70	71.349,20	1.022,10	1.164,90
Nº de Empregados	112	110	55.802	55.199	2.640	2.782
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)	1.949,40	2.355,90	1.127,70	1.353,80	1.027,70	1.059,00
Ebitda (USD milhões)	152,50	150,40	25.593,80	36.528,80	346,10	517,80
Salários e Encargos (USD milhões)	6,80	7,10	5.872,20	5.600,60	122,80	122,70
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	134,10	180,60	24.320,40	28.775,20	370,30	446,00
Exportação – Valor (USD milhões)			15.589,20	21.912,40	553,40	848,10
Exportação – % das Vendas (%)			15,2	16,9	37,9	38,4
Rentabilidade das Vendas (%)						
Margem das Vendas (%)	11,2	10	13	15,3	4,2	4,2
Giro (Nº Índice)	4,1	5	0,6	0,7	1,2	1
Liquidez Corrente (Nº Índice)	1,3	0,9	0,7	0,5	1,1	1,3
Total do Ativo (USD milhões)	263,10	240,50	184.197,30	191.151,30	3.076,90	3.447,10

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores>>

Em termos de Liquidez Corrente, pode-se perceber que a CPFL Comercialização Brasil S.A., esta melhor que a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás, entretanto, como já foi discutido anteriormente, este fato não é relevante, visto que muitas empresas atuam com este índice menor que um.

A outra melhor empresa em seu setor, é a Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração que é do setor de mineração e segue a descrição abaixo do site⁸ da revista Exame Melhores e Maiores de 2010:

Fundada em 1955, a CBMM extrai, processa, fabrica e comercializa produtos a base de nióbio, usados na fabricação de automóveis, tubulações para transmissão de gás sob alta pressão e turbinas de aeronaves a jato. A companhia pertence ao Grupo Moreira Salles e à empresa americana Mollycorp. Além da unidade industrial de Araxá (MG), tem subsidiárias na Europa, América do Norte e Ásia.

A Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração (CBMM), é uma empresa assim como as demais mineradoras, ou seja, passaram por maus momentos durante a crise econômica do ano de 2009. No ano passado o seu faturamento caiu quase 40% e os seus lucros ficaram 22% abaixo do resultado obtido em 2008.

Entretanto, apesar de ter alguns indicadores em queda no ano de 2009, a sua rentabilidade do patrimônio foi de 51,1% a maior do setor em que atua. A Vale teve no mesmo período 9,5%, enquanto o setor de mineração, teve uma média de 16,0%, o que demonstra que em termos de rentabilidade do patrimônio a Vale precisaria melhorar muito, mesmo sendo a segunda maior em Lucro Líquido Legal para alcançar o mesmo nível da CBMM.

Segundo a revista Exame Melhores e Maiores de 2010 (2010), a CBMM foi beneficiada em parte pelo vigor da economia chinesa em 2009, pois enquanto as siderúrgicas americanas e européias tiveram sua produção reduzida pela metade, os chineses mantiveram o investimento em obras de infraestrutura que corresponderam a 40% das vendas da CBMM.

Para conseguirmos visualizar as diferenças entre a melhor e a maior do setor de mineração, o ideal é ver o quadro comparativo entre as duas empresas e o setor em que elas atuam, apesar do valor discrepante das vendas entre elas, devido à capacidade produtiva de uma em relação à outra visível em outros índices, como o de valores de ativos e o de valores de exportação que são valores que chamam a atenção por si só.

Segue o quadro comparativo entre a maior e a melhor do setor de mineração:

⁸ < <http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/ficha/cbmm/2009>>

Quadro 3: Comparativo de Indicadores entre CBMM e Vale

Indicador	CBMM		Vale		Média do Setor	
	Ano base		Ano base		Ano base	
	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Vendas (USD milhões)	1.138,40	1.848,10	15.975,60	21.416,20	1.615,20	1.457,80
Crescimento das Vendas (%)	-38,4	23,8	-25,4	34,8	-16,6	33,5
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	572,20	732,10	5.505,70	6.681,00	547,00	380,10
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	516,80	642,30	5.886,20	12.747,80	583,20	660,30
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	679,70	621,90	55.877,20	60.089,00	4.901,60	3.332,90
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	669,00	597,50	54.983,30	57.676,20	4.811,20	3.192,50
Capital de Giro Próprio (USD milhões)						
Rentabilidade do Patrimônio Ajustada (%)	51,1	53,1	9,5	10,5	16	16,7
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	46,6	47,4	10,3	20,9	15	23
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	363,70	378,70	-939,00	4.939,40	-112,40	182,60
Liquidez Geral (Nº Índice)	1,6	1,2	0,3	0,4	0,7	1,2
Endividamento Geral (%)	43	57,4	39,9	43,6	54,7	56,5
Endividamento a Longo Prazo (%)	7,6	15	29,8	33	27,5	27,6
Riqueza Criada (USD milhões)			7.090,20	11.458,50	885,70	853,90
Nº de Empregados			40.101	37.887	4.307	4.090
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)			181,80	321,50	122,70	2.054,40
Ebitda (USD milhões)	686,90	1.136,60	7.734,90	10.559,30	741,00	695,80
Salários e Encargos (USD milhões)			1.320,70		149,00	34,80
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	18,10	26,90	500,60	960,60	73,20	98,90
Exportação – Valor (USD milhões)	1.061,30	1.734,90	12.644,10	15.492,20	1.248,90	1.243,20
Exportação – % das Vendas (%)	93,2	93,9	79,1	72,3	53,1	62,5
Rentabilidade das Vendas (%)						
Margem das Vendas (%)	50,3	39,6	34,5	31,2	19,3	17,8
Giro (Nº Índice)	1	1,3	0,2	0,2	0,6	0,9
Liquidez Corrente (Nº Índice)	1,9	1,6	0,9	1,4	1,2	1,4
Total do Ativo (USD milhões)	1.192,40	1.461,00	93.028,10	106.631,50	8.403,10	5.995,70

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores>>

Conforme análise efetuada, pode-se perceber que o mais importante não é o porte da empresa, como no caso acima, onde a melhor empresa não é a maior por não estarmos analisando os números absolutos, mas sim, os números em termos relativos, ou seja, em percentuais. Visto que desta forma se torna mais justa a análise realizada.

A outra empresa que será analisada por ser a melhor no setor da terceira maior empresa considerada pela revista Exame é a Souza Cruz S.A. e Sociedades

Controladas. Ela foi considerada a melhor no setor de bens de consumo, onde a maior é a Companhia de Bebidas das Américas – Ambev, conforme segue o quadro comparativo abaixo:

Quadro 4: Comparativo de Indicadores entre Ambev e Souza Cruz

Indicador	Ambev		Souza Cruz		Média do Setor	
	Ano base		Ano base		Ano base	
	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Vendas (USD milhões)	15.723,50	15.735,50	7.082,60	6.817,20	1.042,20	1.110,20
Crescimento das Vendas (%)	-0,1	-10,6	3,9	-0,2	4,8	12,2
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	2.400,50	934,70	755,70	658,70	66,20	-1,20
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	3.422,90	1.832,80	831,00	726,20	85,70	25,60
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	11.148,00	10.562,60	1.226,30	1.065,00	525,20	397,50
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	11.051,60	10.350,90	1.211,30	1.032,40	507,90	385,70
Capital de Giro Próprio (USD milhões)						
Rentabilidade do Patrimônio Ajustado (%)	18,4	7,5	35,9	36,9	7,2	-29,9
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	26,4	14,9	39,8	41,4	14,3	-11,4
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	-842,40	-2.806,90	455,40	371,00	34,00	8,40
Liquidez Geral (Nº Índice)	0,6	0,5	0,9	0,8	1,4	1,2
Endividamento Geral (%)	43,4	47	57	64,7	54,8	57,3
Endividamento a Longo Prazo (%)	19,5	20,3	27,7	32,8	20,4	21
Riqueza Criada (USD milhões)	7.604,70	6.915,10	4.920,50	4.774,70	430,10	404,30
Nº de Empregados	19.264	18.695	7.259	7.039	4.662	5.216
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)	400,70	347,30	675,50	669,00	127,10	104,40
Ebitda (USD milhões)	2.432,10	2.652,50	976,70	938,70	92,30	110,40
Salários e Encargos (USD milhões)	661,50	397,60	329,90	322,30	64,10	66,80
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	5.200,00	5.208,70	3.705,50	3.572,50	218,00	214,60
Exportação – Valor (USD milhões)	10,00	16,40	600,80	674,00	423,10	618,80
Exportação – % das Vendas (%)	0,1	0,1	8,5	9,9	21,6	25,1
Rentabilidade das Vendas (%)						
Margem das Vendas (%)	15,3	5,9	10,7	9,7	4,6	1,3
Giro (Nº Índice)	0,8	0,8	2,5	2,3	1,9	1,7
Liquidez Corrente (Nº Índice)	0,8	0,5	1,5	1,4	1,8	1,6
Total do Ativo (USD milhões)	19.710,80	19.942,60	2.851,20	3.018,10	1.086,30	969,10

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores>>

Para conhecermos um pouco melhor a Souza Cruz S.A. e Sociedades Controladas, segue um breve descritivo da empresa retirado do site⁹ da revista Exame Melhores e Maiores de 2010:

A Souza Cruz, do grupo internacional British American Tobacco (BAT), é a maior companhia de cigarros do país, com o controle de cerca de 80% do mercado. Fundada em 1903, a fabricante de cigarros permaneceu com capital 100% nacional até 1914, quando foi comprada pelo BAT. As fábricas de Uberlândia (MG) e Cachoeirinha (RS) podem produzir até 110 bilhões de cigarros por ano. A companhia mantém uma joint venture de tabaco em Cuba, a Bras Cuba. As demais empresas do grupo Souza Cruz são: Souza Cruz Trading, Eldocor, Souza Cruz DTVM e Yolanda Participações.

Devido o cerco antitabagista fechar mais a cada dia, a Souza Cruz é uma empresa com muitos desafios à frente, mas mesmo assim, o crescimento do lucro foi de quase 15% no ano de 2009, isto só foi possível devido ao reajuste de preços proporcionais ao aumento dos impostos, que compensou também a diminuição das vendas. Um ponto de suma importância para este tipo de negócio é a logística, portanto, para que isso ocorra de forma a inundar o mercado de varejo com seus produtos a empresa conta com 35 centos de distribuição e com uma frota de 1850 veículos, atendendo das grandes redes varejistas aos menores empórios do interior do país. (EXAME MELHORES E MAIORES DE 2010, 2010)

3.3. Análise geral dos resultados obtidos.

Todos os resultados obtidos foram analisados do ponto de vista da viabilidade de um estudo por índices, sejam os que foram apontados ou não neste trabalho, visto a enorme gama de índices disponíveis e ainda, os que podem ser desenvolvidos para estudos ou análises específicas.

Pode-se verificar, mais adiante, uma análise horizontal de índices baseado nas empresas citadas neste estudo, considerando os anos de 2008 e 2009, onde pode ser observada uma variação negativa na maior parte dos índices, que pode ser justificada basicamente pela crise econômica ocorrida durante o ano de 2009 em todo o mundo. Entretanto, se observarmos apenas os índices disponíveis na revista Exame Melhores e Maiores de 2010, não teríamos condições de justificar com absoluta certeza o que de fato ocorreu com essas empresas para que a maior

⁹ <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/ficha/souza-cruz/2009>>

parte dos índices tenham sido negativos. É claro, que seria ingênuo por parte de qualquer pesquisador, acreditar que somente o fato da crise tenha gerado índices negativos e levado às empresas a esses resultados, para tanto, se faz necessário uma análise que se aprofunde buscando outros tipos de avaliações.

Quadro 5: Variação de Indicadores entre as Maiores Empresas

MAIORES EMPRESAS									
Indicador	Ambev			Petrobras			Vale		
	Ano base		Variação	Ano base		Variação	Ano base		Variação
	2009	2008		2009	2008		2009	2008	
Vendas (USD milhões)	15.723,50	15.735,50	-0,1%	102.830,70	129.376,90	-20,5%	15.975,60	21.416,20	-25,4%
Crescimento das Vendas (%)	-0,1	-10,6		-20,5	9,8		-25,4	34,8	
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	2.400,50	934,70	156,8%	13.397,10	19.774,60	-32,3%	5.505,70	6.681,00	-17,6%
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	3.422,90	1.832,80	86,8%	16.835,20	21.848,10	-22,9%	5.886,20	12.747,80	-53,8%
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	11.148,00	10.562,60	5,5%	96.289,40	89.680,00	7,4%	55.877,20	60.089,00	-7,0%
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	11.051,60	10.350,90	6,8%	94.118,50	86.297,70	9,1%	54.983,30	57.676,20	-4,7%
Capital de Giro Próprio (USD milhões)									
Rentabilidade do Patrimônio Ajustado (%)	18,4	7,5		13,3	20,7		9,5	10,5	
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	26,4	14,9		17	23,7		10,3	20,9	
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	-842,4	-2806,9	-70,0%	-13.231,20	-36.209,50	-63,5%	-939	4939,4	-119,0%
Liquidez Geral (Nº Índice)	0,6	0,5	20,0%	0,8	0,9	-11,1%	0,3	0,4	-25,0%
Endividamento Geral (%)	43,4	47		47,7	53,1		39,9	43,6	
Endividamento a Longo Prazo (%)	19,5	20,3		22,4	18,1		29,8	33	
Riqueza Criada (USD milhões)	7.604,70	6.915,10	10,0%	62.586,70	71.349,20	-12,3%	7.090,20	11.458,50	-38,1%
Nº de Empregados	19.264	18.695	3,0%	55.802	55.199	1,1%	40.101	37.887	5,8%
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)	400,7	347,3	15,4%	1.127,70	1.353,80	-16,7%	181,8	321,5	-43,5%
Ebitda (USD milhões)	2.432,10	2.652,50	-8,3%	25.593,80	36.528,80	-29,9%	7.734,90	10.559,30	-26,7%
Salários e Encargos (USD milhões)	661,5	397,6	66,4%	5.872,20	5.600,60	4,8%	1.320,70		
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	5.200,00	5.208,70	-0,2%	24.320,40	28.775,20	-15,5%	500,6	960,6	-47,9%
Exportação – Valor (USD milhões)	10	16,4	-39,0%	15.589,20	21.912,40	-28,9%	12.644,10	15.492,20	-18,4%
Exportação – % das Vendas (%)	0,1	0,1		15,2	16,9		79,1	72,3	
Rentabilidade das Vendas (%)									
Margem das Vendas (%)	15,3	5,9		13	15,3		34,5	31,2	
Giro (Nº Índice)	0,8	0,8	0,0%	0,6	0,7	-14,3%	0,2	0,2	0,0%
Liquidez Corrente (Nº Índice)	0,8	0,5	60,0%	0,7	0,5	40,0%	0,9	1,4	-35,7%
Total do Ativo (USD milhões)	19.710,80	19.942,60	-1,2%	184.197,30	191.151,30	-3,6%	93.028,10	106.631,50	-12,8%

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores/tabela/2009/1/23/803>>

Observa-se que a Ambev obteve um lucro líquido ajustado de 156% enquanto as outras duas empresas, Petrobrás e Vale, obtiveram prejuízo, mas segundo a revista Exame Melhores e Maiores de 2010 (2010, p.69): “Para aumentar a produtividade de seus negócios os executivos brasileiros tiveram de procurar e eliminar as ineficiências em outras áreas”.

Obviamente que a forma de eliminar ineficiências é cortando custos, ou seja, é fazer mais com menos, isto justificaria porque algumas empresas mesmo reduzindo suas vendas obtiveram lucro, como é o caso da Ambev e mesmo as que

não obtiveram lucro ainda assim suas quedas não impactaram de forma a levá-las à falência.

O mesmo cenário ainda pode ser confirmado pela CPFL que foi considerada a melhor do setor de energia segundo a revista Exame Melhores e Maiores de 2010 (2010) e teve um lucro líquido ajustado 1,9% maior que o ano de 2008. Conforme pode ser verificado no quadro abaixo:

Quadro 6: Variação dos Indicadores entre CPFL e Petrobras

MELHORES EMPRESAS - SETOR ENERGIA									
Indicador	CPFL Brasil			Petrobras			Média do Setor		
	Ano base			Ano base			Ano base		
	2009	2008	Variação	2009	2008	Variação	2009	2008	Variação
Vendas (USD milhões)	1.090,90	1.197,50	-8,9%	102.830,70	129.376,90	-20,5%	1.470,60	1.797,00	-18,2%
Crescimento das Vendas (%)	-8,9	-4,1		-20,5	9,8		8,8	5,7	
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	122,10	119,80	1,9%	13.397,10	19.774,60	-32,3%	145,80	205,90	-29,2%
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	120,80	118,00	2,4%	16.835,20	21.848,10	-22,9%	191,20	238,70	-19,9%
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	2,50	2,90	-13,8%	96.289,40	89.680,00	7,4%	1.662,20	1.735,00	-4,2%
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	2,10	2,10	0,0%	94.118,50	86.297,70	9,1%	1.563,50	1.645,60	-5,0%
Capital de Giro Próprio (USD milhões)									
Rentabilidade do Patrimônio Ajustado (%)	99	99,1		13,3	20,7		-0,8	6,1	
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	98,3	98,2		17	23,7		-2,2	3,2	
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	40,80	-35,00	-216,6%	-13.231,20	-36.209,50	-63,5%	-53,60	-216,10	-75,2%
Liquidez Geral (Nº Índice)	1	1	0,0%	0,8	0,9	-11,1%	0,7	0,7	0,0%
Endividamento Geral (%)	99,1	98,8		47,7	53,1		62,1	63,4	
Endividamento a Longo Prazo (%)	37,2	1		22,4	18,1		32,9	35,2	
Riqueza Criada (USD milhões)	216,40	255,60	-15,3%	62.586,70	71.349,20	-12,3%	1.022,10	1.164,90	-12,3%
Nº de Empregados	112	110	1,8%	55.802	55.199	1,1%	2.640	2.782	-5,1%
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)	1.949,40	2.355,90	-17,3%	1.127,70	1.353,80	-16,7%	1.027,70	1.059,00	-3,0%
Ebitda (USD milhões)	152,50	150,40	1,4%	25.593,80	36.528,80	-29,9%	346,10	517,80	-33,2%
Salários e Encargos (USD milhões)	6,80	7,10	-4,2%	5.872,20	5.600,60	4,8%	122,80	122,70	0,1%
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	134,10	180,60	-25,7%	24.320,40	28.775,20	-15,5%	370,30	446,00	-17,0%
Exportação – Valor (USD milhões)				15.589,20	21.912,40	-28,9%	553,40	848,10	-34,7%
Exportação – % das Vendas (%)				15,2	16,9		37,9	38,4	
Rentabilidade das Vendas (%)									
Margem das Vendas (%)	11,2	10		13	15,3		4,2	4,2	
Giro (Nº Índice)	4,1	5	-18,0%	0,6	0,7	-14,3%	1,2	1	20,0%
Liquidez Corrente (Nº Índice)	1,3	0,9	44,4%	0,7	0,5	40,0%	1,1	1,3	-15,4%
Total do Ativo (USD milhões)	263,10	240,50	9,4%	184.197,30	191.151,30	-3,6%	3.076,90	3.447,10	-10,7%

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores>>

Analisando o número de funcionários das referidas empresas, verificamos que houve um aumento no quadro de funcionários de ambas empresas, diferentemente da média do setor que houve uma redução considerável de 5,1%. Conforme a revista Exame Melhores e Maiores de 2010 (2010, p.70): “A ameaça de desemprego não se confirmou. Houve cortes, mas ao final o quadro de funcionários aumentou”.

Já no caso do setor de mineração não é possível constatar a mesma situação, visto que houve queda tanto nas vendas quanto no lucro líquido ajustado, conforme demonstrado no quadro a seguir:

Quadro 7: Variação de Indicadores entre CBMM e Vale

MELHORES EMPRESAS - SETOR MINERAÇÃO									
Indicador	CBMM			Vale			Média do Setor		
	Ano base			Ano base			Ano base		
	2009	2008	Variação	2009	2008	Variação	2009	2008	Variação
Vendas (USD milhões)	1.138,40	1.848,10	-38,4%	15.975,60	21.416,20	-25,4%	1.615,20	1.457,80	10,8%
Crescimento das Vendas (%)	-38,4	23,8		-25,4	34,8		-16,6	33,5	
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	572,20	732,10	-21,8%	5.505,70	6.681,00	-17,6%	547,00	380,10	43,9%
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	516,80	642,30	-19,5%	5.886,20	12.747,80	-53,8%	583,20	660,30	-11,7%
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	679,70	621,90	9,3%	55.877,20	60.089,00	-7,0%	4.901,60	3.332,90	47,1%
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	669,00	597,50	12,0%	54.983,30	57.676,20	-4,7%	4.811,20	3.192,50	50,7%
Capital de Giro Próprio (USD milhões)									
Rentabilidade do Patrimônio Ajustado (%)	51,1	53,1		9,5	10,5		16	16,7	
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	46,6	47,4		10,3	20,9		15	23	
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	363,70	378,70	-4,0%	-939,00	4.939,40	-119,0%	-112,40	182,60	-161,6%
Liquidez Geral (Nº Índice)	1,6	1,2	33,3%	0,3	0,4	-25,0%	0,7	1,2	-41,7%
Endividamento Geral (%)	43	57,4		39,9	43,6		54,7	56,5	
Endividamento a Longo Prazo (%)	7,6	15		29,8	33		27,5	27,6	
Riqueza Criada (USD milhões)				7.090,20	11.458,50	-38,1%	885,70	853,90	3,7%
Nº de Empregados				40.101	37.887	5,8%	4.307	4.090	5,3%
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)				181,80	321,50	-43,5%	122,70	2.054,40	-94,0%
Ebitda (USD milhões)	686,90	1.136,60	-39,6%	7.734,90	10.559,30	-26,7%	741,00	695,80	6,5%
Salários e Encargos (USD milhões)				1.320,70			149,00	34,80	328,2%
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	18,10	26,90	-32,7%	500,60	960,60	-47,9%	73,20	98,90	-26,0%
Exportação – Valor (USD milhões)	1.061,30	1.734,90	-38,8%	12.644,10	15.492,20	-18,4%	1.248,90	1.243,20	0,5%
Exportação – % das Vendas (%)	93,2	93,9		79,1	72,3		53,1	62,5	
Rentabilidade das Vendas (%)									
Margem das Vendas (%)	50,3	39,6		34,5	31,2		19,3	17,8	
Giro (Nº Índice)	1	1,3	-23,1%	0,2	0,2	0,0%	0,6	0,9	-33,3%
Liquidez Corrente (Nº Índice)	1,9	1,6	18,8%	0,9	1,4	-35,7%	1,2	1,4	-14,3%
Total do Ativo (USD milhões)	1.192,40	1.461,00	-18,4%	93.028,10	106.631,50	-12,8%	8.403,10	5.995,70	40,2%

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores>>

Pode-se observar que no caso das empresas demonstradas no quadro acima, CBMM e Vale, a margem sobre as vendas aumentou de um ano para o outro e a média das empresas do mesmo setor, de mineração, subiu de 17,8% para 19,3%, o que representa um bom ganho em um ano de crise mundial. Sendo que este setor foi afetado em termos de lucro líquido ajustado.

No setor de bens de consumo, é possível constatar que dos três setores analisados neste estudo, foi o que mais cresceu em termos de lucro líquido ajustado, mesmo as vendas tendo caído na média do setor, o que novamente

comprova que a maior parte das empresas conseguiu ser mais eficientes gastando menos.

Quadro 8: Variação de Indicadores entre Ambev e Souza Cruz

MELHORES EMPRESAS - SETOR BENS DE CONSUMO									
Indicador	Ambev			Souza Cruz			Média do Setor		
	Ano base			Ano base			Ano base		
	2009	2008	Variação	2009	2008	Variação	2009	2008	Variação
Vendas (USD milhões)	15.723,50	15.735,50	-0,1%	7.082,60	6.817,20	3,9%	1.042,20	1.110,20	-6,1%
Crescimento das Vendas (%)	-0,1	-10,6		3,9	-0,2		4,8	12,2	
Lucro Líquido Ajustado (USD milhões)	2.400,50	934,70	156,8%	755,70	658,70	14,7%	66,20	-1,20	-5616,7%
Lucro Líquido Legal (USD milhões)	3.422,90	1.832,80	86,8%	831,00	726,20	14,4%	85,70	25,60	234,8%
Patrimônio Líquido Ajustado (USD milhões)	11.148,00	10.562,60	5,5%	1.226,30	1.065,00	15,1%	525,20	397,50	32,1%
Patrimônio Líquido Legal (USD milhões)	11.051,60	10.350,90	6,8%	1.211,30	1.032,40	17,3%	507,90	385,70	31,7%
Capital de Giro Próprio (USD milhões)									
Rentabilidade do Patrimônio Ajustado (%)	18,4	7,5		35,9	36,9		7,2	-29,9	
Rentabilidade do Patrimônio Legal (%)	26,4	14,9		39,8	41,4		14,3	-11,4	
Capital Circulante Líquido (USD milhões)	-842,40	-2.806,90	-70,0%	455,40	371,00	22,7%	34,00	8,40	304,8%
Liquidez Geral (Nº Índice)	0,6	0,5	20,0%	0,9	0,8	12,5%	1,4	1,2	16,7%
Endividamento Geral (%)	43,4	47		57	64,7		54,8	57,3	
Endividamento a Longo Prazo (%)	19,5	20,3		27,7	32,8		20,4	21	
Riqueza Criada (USD milhões)	7.604,70	6.915,10	10,0%	4.920,50	4.774,70	3,1%	430,10	404,30	6,4%
Nº de Empregados	19.264	18.695	3,0%	7.259	7.039	3,1%	4.662	5.216	-10,6%
Riqueza Criada por Empregado (USD mil)	400,70	347,30	15,4%	675,50	669,00	1,0%	127,10	104,40	21,7%
Ebitda (USD milhões)	2.432,10	2.652,50	-8,3%	976,70	938,70	4,0%	92,30	110,40	-16,4%
Salários e Encargos (USD milhões)	661,50	397,60	66,4%	329,90	322,30	2,4%	64,10	66,80	-4,0%
Impostos sobre Vendas (USD milhões)	5.200,00	5.208,70	-0,2%	3.705,50	3.572,50	3,7%	218,00	214,60	1,6%
Exportação – Valor (USD milhões)	10,00	16,40	-39,0%	600,80	674,00	-10,9%	423,10	618,80	-31,6%
Exportação – % das Vendas (%)	0,1	0,1		8,5	9,9		21,6	25,1	
Rentabilidade das Vendas (%)									
Margem das Vendas (%)	15,3	5,9		10,7	9,7		4,6	1,3	
Giro (Nº Índice)	0,8	0,8	0,0%	2,5	2,3	8,7%	1,9	1,7	11,8%
Liquidez Corrente (Nº Índice)	0,8	0,5	60,0%	1,5	1,4	7,1%	1,8	1,6	12,5%
Total do Ativo (USD milhões)	19.710,80	19.942,60	-1,2%	2.851,20	3.018,10	-5,5%	1.086,30	969,10	12,1%

Fonte: Adaptado de Exame <<http://mm.portalexame.abril.com.br/empresas/indicadores>>

Ainda pode-se inferir que o número de funcionários subiu nas duas empresas analisadas, tanto na maior quanto na melhor, enquanto que na média do setor houve uma redução considerável de quase 11%.

Ressaltamos que os valores informados nos quadros referentes às variações foram calculados através da fórmula para calcular variação e os valores obtidos na média dos setores também. Entretanto, não se obteve informação de como foram calculados os valores de variação do crescimento de vendas (%) informados pela revista Exame na média do setor, pois conforme se observa está divergindo dos cálculos efetuados por este estudo, portanto, estes valores foram ignorados, sendo utilizados nas tabelas apenas de forma ilustrativa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como pode-se observar ao longo do estudo, os índices são importantes para nos dar uma idéia da situação ou da saúde financeira de uma empresa. É a partir deles que podemos optar pela próxima etapa da análise, ou seja, é a partir deles que tomamos a decisão de ampliarmos uma análise ou não. Entretanto, não é possível utilizarmos somente este tipo de análise para tomarmos uma decisão ou até mesmo alterarmos nossos conceitos sobre uma empresa.

Os índices servem para termos um direcional que irá nos levar ao melhor caminho ou estudo para descobrirmos qual é o problema e ataca-lo de forma adequada, este tipo de estudo deve ser profundo e não levar apenas em consideração fórmulas e cálculos que são derivados da ciência mais pura que existe que é a matemática. Os números devem ser interpretados, e com base nesta interpretação, devem ser averiguados do ponto de vista mais prático possível, pois as empresas são feitas por pessoas, ou seja, sujeitas a ações que não podem ser calculadas e nem previstas com absoluta exatidão.

Verificou-se também que temos índices muito poderosos do ponto de vista que tangem a avaliação de uma empresa, como é o caso do fator de solvência que consegue prever falências e do EVA, que é um índice que nos possibilita compararmos projetos para termos idéia de qual será mais rentável, porém mesmo esses índices precisam de uma avaliação humana que dependerá de experiência, conhecimento da empresa estudada, disponibilidade de dados suficientes para análise, conhecimento do mercado e sensibilidade para perceber as tendências e a essência da área de atuação daquela empresa.

Há também, a questão de que podem ser criados índices de acordo com a necessidade da análise realizada, uma vez que sempre temos o fator humano envolvido nas diversas situações empresariais. Pode-se ainda, afirmar que atualmente não existe uma forma de avaliar empresas que seja totalmente matemático, por mais próximo que os cálculos estejam da realidade ainda assim, haverá uma margem de erro advinda do fator humano que ainda não se sabe como corrigir.

Entretanto, sugere-se que para a avaliação de quaisquer empresas, seja utilizado o maior número de ferramentas possíveis, pois a combinação delas pode gerar um resultado mais aderente à realidade. Sugere-se ainda, que este tema seja mais detalhado através de outros estudos, onde sejam evidenciados resultados satisfatórios de combinações entre as diversas formas de se avaliar empresas, inclusive com ênfase na ferramenta abordada neste estudo, o EVA. Estes estudos poderão constatar formas mais precisas de avaliação de empresas para uma decisão mais assertiva do ponto de vista prático do mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMBEV. Disponível em: <http://www.ambev.com.br/Ambev/>. Acessado em 12/jul/2010.

BRAGA, Hugo Rocha; ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. *Mudanças contábeis na lei societária: Lei nº 11.638, de 28-12-2007*. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. *Administração financeira: teoria e prática*. 10ª ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

CPFL. Disponível em: <http://www.cpfl.com.br/ri/>. Acessado em 12/jul/2010.

DAMODARAN, Aswath. *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

EHRBAR, Al. EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. 1ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

EXAME. As melhores e maiores. São Paulo: Abril, n. 37, jul. 2010. 674 p. Edição especial. Disponível em: <http://mm.portalexame.abril.com.br/> Acesso em: 12/07/2010.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. *Mercados financeiros e estratégia corporativa*. 2ª ed. São Paulo: Bookman, 2005.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Contabilidade gerencial*. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARION, José C. *Contabilidade empresarial*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1993.

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços: abordagem gerencial*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. 2ª ed. São Paulo: Globo, 2007.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. *Administração financeira*. 8ª ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporate finance*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SAUNDERS, Antony. *Administração de instituições financeiras*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

STEWART, G. Bennett. *Em busca do valor: o guia de eva para estrategistas*. 1ª ed. São Paulo: Bookman, 2005.

YOUNG, S. David; O'BYRN, Stephen F. *Eva e gestão baseada em valor: guia prático para implementação*. 1ª ed. São Paulo: Bookman, 2003.