

eh



1290000821



TCC/UNICAMP C263m

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP

MONOGRAFIA II

Marcelo Adriano Casarin R.A. 860601

"Métodos de análise econômico-financeira de empresas:
uma avaliação crítica"

Professor orientador: José Newton C. Carpintéro

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

RECIBO

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| Capítulo 1 - Considerações Teóricas Sobre a Análise Econômico-Financeira.. | 2 |
| Capítulo 2 - Métodos de Análise Econômico-Financeira | 27 |
| Capítulo 3 - Um Caso de Análise Econômico-Financeira Sob o Enfoque de Diferentes Metodologias..... | 60 |

Capítulo 1 - Considerações Teóricas sobre a Análise Econômico-Financeira

1.1 - INTRODUÇÃO

O objetivo deste estudo é avaliar e discutir as diferentes metodologias existentes de análise econômico-financeira procurando entender suas aplicações e objetivos buscando a existência ou não de metodologia(s) de melhor desempenho que as demais existentes, destacando, se for o caso, a que apresentar melhor desempenho que as demais.

Justifica-se tal estudo pela verificação, em vários momentos de estudo e trabalho, de usos de diferentes formas "aparentemente" diferentes de analisar o desempenho das empresas, que me levaram a procurar entender, antes de tudo, como é tratado o tema na economia e qual a utilidade de tais análises.

1.2 - HISTÓRICO

A partir da segunda metade do século XIX, o desenvolvimento industrial nos Estados Unidos estimulou o crescimento do setor financeiro. Cria-se, desta maneira, as condições necessárias para o desenvolvimento da análise financeira. As instituições de crédito necessitavam de instrumentos que medissem a capacidade das empresas em devolver o dinheiro emprestado. Da mesma maneira, os administradores das empresas necessitavam desses instrumentos para lhes mostrar a situação da empresa.

Somente por volta de 1890, os bancos comerciais passaram a adotar a prática de requisitar balanços para fins de empréstimo. A segregação dos itens correntes dos não correntes propiciou a comparação dos mesmos entre si. Estava dado o primeiro passo da análise financeira.

O próximo passo foi dado em 1905 por James Canon, que se tornou o pioneiro da análise de índices financeiros. Ele usou 10 índices financeiros diferentes num estudo sobre "Empréstimos de Empresas".

A partir da década de 20, observa-se um movimento mais rápido de desenvolvimento quando ocorre, por exemplo, um estudo inédito no qual Alexander Wall atribui pesos a alguns índices.

Os índices tinham pesos conforme a importância julgada por Wall.

Na década de 30, destacaram-se alguns estudos que utilizaram métodos estatísticos de alta qualidade. Com base em dados de empresas que apresentaram dificuldades no período de 1923 a 1931, vários autores puderam tirar conclusões (mesmo que limitadas) a respeito de quais índices eram os melhores sinalizadores de dificuldades.

A partir da década de 40, observa-se que os autores buscam descobrir qual é a melhor seleção de índices financeiros para uma análise financeira adequada.

A década de 60 é marcada por um tratamento mais científico do assunto. É a partir desse momento que iremos concentrar nosso estudo.

1.3 - REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Um dos autores que merece destaque por sua atenção na área contábil é Sérgio de Iudícibus que desenvolve, em um de seus livros, uma introdução à análise financeira. Seu trabalho é apresentado num tom didático e não chega a caracterizar um modelo de análise financeira.

Em seu trabalho, a análise financeira fica reduzida à análise de balanços. Desta maneira, Iudícibus entende que é necessário que se conheça as premissas básicas contábeis que determinam a elaboração das demonstrações financeiras. São os chamados Princípios e Convenções Contábeis Geralmente Aceitos (P.C.C.G.A.).

Este autor caracteriza a análise de balanços como a " arte de saber extrair informações úteis das demonstrações financeiras e de suas extensões , para o objetivo econômico que se tem em mente. É classificada como arte, justifica, pois embora existam alguns cálculos relativamente formalizados, não existe forma científica ou metodologicamente comprovada de relacionar os índices e obter um diagnóstico preciso. Sendo assim, "cada analista poderia, com o mesmo conjunto de informações e de quocientes, chegar a conclusões ligeira ou até completamente diferenciadas ". Daí a importância da experiência do analista.

Iudicibus destaca também, a importância das análises horizontal e vertical, como etapa preparatória à análise financeira propriamente dita.

Vários outros autores, notadamente da área contábil, tratam o tema na mesma direção sem maiores agregações ou complementos às idéias de iudicibus.

Outro autor, DANIE C. MATARAZZO, procura unir a análise econômico-financeira às decisões gerenciais, essenciais no funcionamento das empresas. Segundo este autor, a análise de balanços objetiva extrair informações das demonstrações financeiras para a tomada de decisões. O analista tem que, através de alguma ferramenta, extrair informações das demonstrações financeiras de acordo com o objetivo que se tem em mente. Para Matarazzo, " o grau de excelência da análise de balanços é dado exatamente pela extensão das informações que consegue gerar ".

Este autor entende que o processo de análise de balanços obedece o seguinte raciocínio:

1 - Escolha de indicadores econômicos - Esses indicadores são os índices das demonstrações financeiras;

2 - Comparação dos índices com padrões - Essa comparação dos índices com padrões frequentemente se dá inconscientemente, uma vez que o analista conhece, por experiência, os valores aceitáveis em que cada índice se encaixa; e

3 - Diagnóstico e/ou conclusões.

O autor ressalta a importância desta sequência para não prejudicar a análise.

As técnicas de análise apontadas por Matarazzo são as seguintes:

- análise através de índices, atribuindo-se pesos ao mesmos de acordo com sua importância relativa. A quantidade de índices que deve ser utilizada está intimamente relacionada com a profundidade que se deseja da análise, afirma;

- análise vertical e horizontal;

- análise do capital de giro;

- análise da rentabilidade (retorno sobre o investimento e alavancagem financeira);

- análise da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) e fluxo de caixa; e

- análise prospectiva (que nada mais é do que a expectativa quanto ao futuro da empresa).

Ainda na linha da utilização da análise econômico-financeira e decisões empresariais, vale a pena retomar as idéias de outro autor, José Pereira da Silva.

Este autor afirma que o principal instrumento de trabalho do analista é a informação e "quanto melhor a qualidade da informação, melhor e mais eficaz será o trabalho do analista".

Todo o conjunto de informações organizado no chamado sistema de informações gerenciais tem grande importância no sentido de suprir o analista com subsídios necessários à consecução das diferentes funções administrativas. Como bem afirma o autor, "é necessário que o analista tenha consciência desse macrossistema de informações e da complexidade da empresa como um todo, bem como do ambiente no qual a empresa está situada e da interação da empresa com o próprio ambiente".

Pereira destaca também a importância da competência do analista para uma boa análise e aponta as etapas básicas do processo de análise das demonstrações financeiras, a saber:

- 1) Recebimento da documentação - é destacado, neste ponto, a necessidade do conhecimento por parte do analista do objetivo da análise;

- 2) Conferência da documentação - o analista deve observar e estar atento para frequentes irregularidades nas demonstrações financeiras;

3) Padronização das demonstrações financeiras - como bem explicita Pereira da Silva, "a reclassificação das demonstrações financeiras tem como objetivo, trazê-las a um padrão de procedimentos e de ordenamentos na distribuição das contas, visando diminuir as diferenças nos critérios utilizados pelas empresas na apresentação de tais demonstrações financeiras. O outro objetivo é fazer com que as demonstrações sejam apresentadas de forma simples de visualizar e fácil de correlacionar os diversos itens, seguindo critérios próprios adotados internamente". Segundo o autor, a verdadeira análise já começa aqui e, para proceder a padronização, é necessário que haja critérios de padronização e planilhas para gerar os quadros, índices e relatórios.

4) Análise das demonstrações financeiras - segundo Pereira, depois que as demonstrações financeiras forem planilhadas, o analista deverá fazer a sua consistência, com o objetivo de identificar eventuais irregularidades. É necessário que seja feito o quadro com as mutações do patrimônio líquido. O detalhamento do endividamento bancário (credores, prazos, taxas, garantias e natureza) e das participações acionárias, bem como informações sobre contratos de Leasing, entre outras, farão parte do material a ser analisado.

O cálculo dos índices financeiros, a sua comparação com os de outras empresas atuantes no mesmo setor e a análise da evolução histórica dos índices e das contas, viabilizarão o início da análise. A aplicação de modelos de insolvência reforçará a avaliação de crédito a ser dada, cabendo ao analista dar o seu parecer sobre o risco de se fornecer crédito a determinada empresa, destacando suas potencialidades e fraquezas.

Segundo o autor, se fizermos uma consulta às áreas de crédito de algumas instituições financeiras, observaremos que cada uma tem um modelo próprio para analisar a empresa. Algumas adotam certas planilhas seguindo uma orientação de trabalho pré-definida, enquanto outras simplesmente resumem segundo a forma de apresentação que é estabelecida na legislação comercial. O fundamental, afirma, é que antes de adotar uma determinada planilha (programa de trabalho), a instituição conte com a orientação de profissionais especializados na área e que o crédito seja aprovado após estudo minucioso das características do cliente.

Uma vez efetuadas as padronizações das demonstrações financeiras, Pereira inicia os cálculos a partir da análise horizontal e vertical e dos índices financeiros.

O autor ressalta que os métodos de análise horizontal e vertical "complementam-se e sobrepõem-se entre si ao mesmo tempo em que prestam valiosa contribuição na análise dos índices financeiros."

Quanto aos índices financeiros, Pereira afirma que "é desejável que se tenha um número de índices relativamente pequeno e que sejam vigorosos para permitir ao analista, com elevado grau de segurança, o dimensionamento do risco da empresa. Hoje, o cálculo de índices é um processo relativamente simples graças ao uso do computador. Entretanto, é sempre conveniente que trabalhemos com um número que facilite o processo de visualização e análise, uma vez que o aumento do número de índices não traz benefício na mesma proporção à qualidade da análise."

Em termos de parâmetro, Pereira entende que em uma análise financeira devem ser usados um mínimo de 4 índices e no máximo 20. Afirma, ademais, que o número a ser utilizado é função do grau de profundidade que se pretende.

A partir daí, o autor destaca a necessidade de se atribuir pesos aos índices, conforme a importância de cada um para aquela determinada análise.

Stephen Charles Kanitz é outro autor que merece destaque pelo modelo de análise econômico-financeira de empresas desenvolvido.

O objetivo do modelo desenvolvido por Kanitz é mostrar que é possível analisar qualquer empresa, avaliando o grau de solvência de cada uma. É possível descobrir com antecedência e um razoável grau de segurança, qual a situação financeira de uma empresa.

O primeiro passo é determinar qual é o fator de insolvência, que é um indicador daquilo que pode acontecer em um futuro próximo.

Aplicando o índice de solvência, Kanitz analisou uma centena de balanços das empresas que, posteriormente, vieram a falir ou pedir concordata. Esse trabalho permitiu a Kanitz concluir que os índices de liquidez não são um indicador seguro do estado de solvência das empresas.

Os indicadores que, segundo Kanitz, devem merecer maior atenção são os seguintes:

- 1) Capital de giro. A ausência de capital de giro próprio é uma evidência importante de que uma empresa está a caminho da insolvência;
- 2) Grau de endividamento;
- 3) Rentabilidade do patrimônio líquido. Nas empresas insolventes, geralmente este índice é baixo;
- 4) Ativo fixo/patrimônio líquido. Este índice revela se a empresa está ou não investindo acima de suas possibilidades; e
- 5) Ativo circulante/ativo fixo.

Este autor ressalta a importância de se verificar qual é a tendência dos índices durante os últimos anos analisados. Alguns índices podem apresentar valores desfavoráveis e, entretanto, podem estar apresentando melhoras significativas e caminhando para uma posição de estabilidade financeira.

O autor constatou a existência de 2 tendências comuns à maioria das empresas insolventes:

- 1) Redução do patrimônio líquido, provocada por prejuízos constantes e crescentes, e
- 2) Diminuição do capital de giro próprio.

Além da análise comparativa dos dados do balanço, deve-se considerar a análise do Demonstrativo de Origem e Aplicação de Recursos. Esta análise vai mostrar o que a diretoria fez durante o exercício fiscal: onde obteve os recursos e como os aplicou. Segundo este autor, uma empresa financeiramente sólida tem como fonte de recursos:

- 1) Patrimônio líquido;
- 2) Exigível a curto prazo; e
- 3) Exigível a longo prazo;

Ao aplicar esses recursos, uma empresa bem administrada e saudável investe, segundo Kanitz, em:

- 1) Ativo fixo: investimentos em máquinas, instalações e equipamentos;
- 2) Realizável a longo prazo: financiamento das vendas, compra de títulos da dívida pública; e
- 3) Ativo circulante: estoques, reforço do encaixe monetário, etc.

O "fator de insolvência" é calculado usando-se uma combinação de índices ponderados estatisticamente. São eles:

- 1) Rentabilidade do patrimônio;
- 2) Índice de liquidez seca;
- 3) Índice de liquidez geral;
- 4) Índice de liquidez corrente; e
- 5) Índice de endividamento.

A cada um desses índices é atribuído um peso. A ponderação dos pesos é relativamente complexa, mas pode ser aplicada a qualquer empresa. A somatória desses quocientes (já multiplicados pelo seu peso correspondente) vai determinar o fator de insolvência de empresa.

A fórmula desenvolvida por Kanitz apresenta os seguintes indicadores e pesos:

Indicadores para avaliação da capacidade financeira a curto prazo:

| | Peso |
|-------------------------------------|-------|
| Variável 1 - Liquidez seca (LS) | 3,55 |
| Variável 5 - Liquidez corrente (LC) | -1,06 |

Indicadores para a avaliação da capacidade financeira a longo prazo:

| | Peso |
|----------------------------------|-------|
| Variável 2 - Liquidez geral (LG) | 1,65 |
| Variável 4 - Endividamento (E) | -0,33 |

Indicadores para avaliação da capacidade econômica:

| | Peso |
|---|------|
| Variável 3 - Rentabilidade do capital próprio | 0,05 |

Portanto, a fórmula é a seguinte:

$$Fi = (0,05 \times R) + (1,65 \times LG) + (3,55 \times LS) - [(1,06 \times LC) + (0,33 \times E)]$$

Depois de aplicada a fórmula aos índices de determinada empresa, obtém-se o fator de insolvência. Para avaliar a situação da empresa, com base no valor obtido, Kanitz elaborou um "termômetro de insolvência" que apresenta escala com variações abaixo e acima de zero. Os valores abaixo de -3 indicam que a empresa se encontra em uma situação que poderá levá-la à falência. Evidentemente, quanto menor esse valor, mais próximo da falência estará a empresa. Observando o mesmo raciocínio, se uma empresa apresenta fator de insolvência positivo (acima de zero), menores são as suas possibilidades de vir a falir. E essa possibilidade diminuirá à medida que o fator positivo for maior.

A área compreendida entre zero e -3 é chamada pelo autor de "penumbra". É chamada desta maneira pois é uma área em que a indicação do fator de insolvência não é suficiente para determinar a situação da empresa. Entretanto, o uso de um número maior de índices para calcular o fator de insolvência, afirma, ajuda a diminuir essa zona de penumbra no termômetro.

Estes autores, que resumem as principais discussões acerca do tema, apontam pelo menos três pontos essenciais em nossa discussão: a) a intensa ligação da análise econômico-financeira com a análise de balanços, compondo metodologias mais ou menos detalhadas de acordo com o interesse do analista; b) a grande dependência dos sistemas de informações ou metodologias de análise da experiência do analista; e c) a pequena utilização de tal análise enquanto instrumento de análise setorial, restringindo-se, quando muito, a modelos de previsão de falências.

Neste aspecto, vale a pena destacar cada um destes pontos.

1.4 - Agentes Interessados

Um dos elementos mais importantes na tomada de decisões relacionadas a uma empresa é a análise financeira desta. Os principais interessados no(s) produto(s) da análise financeira são os seguintes:

I - Setor Público - Mais especificamente os formuladores de política econômica; os tomadores de decisão. A análise econômico-financeira fornece detalhes de como está o desempenho dos diferentes setores. Como eles se comportaram em um determinado período? Quais setores apresentaram crescimento, quais ficaram estagnados e quais não estão tendo o comportamento esperado? A partir da situação dos setores, os formuladores de política podem (e devem) avaliar quais setores merecem políticas específicas, quais devem ser incentivados e quais devem ser mais taxados.

Da mesma forma, a análise econômico-financeira permite verificar se os setores subsidiados estão cumprindo as diretrizes determinadas e, desta forma, atendendo às expectativas do governo.

Analogamente, a análise econômico-financeira pode fornecer informações importantes referente às empresas de um mesmo setor. Pode dar subsídios para se verificar qual a tendência do setor. É de concentração ou de desconcentração? Sabemos dos efeitos danosos à economia como um todo, quando alguns setores caminham para uma situação de monopólio. Daí a necessidade de se detectar, com antecedência, essas tendências de concentração.

De modo geral, pode-se verificar qual o impacto de determinadas decisões sobre os setores e também sobre as diversas empresas de um mesmo setor. Os resultados são adequados ou não? Assim sendo, a análise econômico-financeira pode funcionar como um instrumento importante dentro de um painel de controle do governo. A análise econômico-financeira permite um acompanhamento dos resultados das decisões dos formuladores de política econômica. Em um país com uma economia tão instável como o Brasil, a aplicação de um monitoramento mais efetivo dos setores, permitiria tomadas de decisões mais eficientes e rápidas.

Até os dias de hoje, os formuladores de política econômica não utilizam de forma adequada esses importantes instrumentos de monitoramento através de análises financeiras setoriais e até individuais.

II - Acionistas - fazem parte deste grupo as corretoras de valores e o público investidor. As corretoras de valores, atuando como agente dos investidores, preocupam-se com a rentabilidade da empresa. É de extrema importância que seja efetuada uma análise adequada na empresa antes de investir.

III - Dirigentes - Para os dirigentes, a análise de balanços é um instrumento complementar útil para o gerenciamento interno da empresa. É utilizada tanto para fornecer subsídios úteis como informações fundamentais sobre a situação da empresa. Como está a situação da empresa em relação ao seu orçamento? Vem atingindo os objetivos? É a chamada análise gerencial.

IV - Clientes e fornecedores - As empresas precisam conhecer a capacidade de pagamento de seus clientes antes de efetuar uma venda a prazo. Para se determinar a profundidade da análise dos clientes, frequentemente é utilizada a curva ABC de clientes. Para os clientes classificados como nível A, a análise seria feita em uma profundidade maior. Normalmente esses clientes são pequenos em número e entretanto, têm grande participação nas vendas totais das empresa. Os clientes classificados como nível B não seriam analisados com tanta profundidade e já os clientes nível C seriam analisados superficialmente.

Outro fator que influencia na análise é o poder de barganha que a empresa tem com seus clientes. Em certos casos as empresas analisam profundamente seus clientes. É o que ocorre com as montadoras de automóveis. Nenhum revendedor, de forma isolada, possui poder de barganha contra a montadora. Desta maneira, fica relativamente fácil para a montadora exigir dados das revendedoras e, conseqüentemente, fazer uma análise minuciosa. As montadoras de automóveis fazem uso desse poder largamente, não só exigindo dados financeiros bastante detalhados, como também impondo padrões e métodos contábeis a serem seguidos.

Não menos importante é a análise financeira dos fornecedores de determinadas empresas. Exemplo disso ocorre quando uma empresa contrata os serviços de uma construtora para a construção de uma nova unidade industrial e essa construtora exige um adiantamento volumoso. Nestes casos (e em outros semelhantes onde há a necessidade de se efetuar adiantamentos), é prática salutar analisar com profundidade a situação geral do fornecedor de maneira a evitar fazer adiantamentos a empresas com dificuldades financeiras e problemas de continuidade ("going concern").

Outro exemplo importante é o das montadoras. Suponhamos que uma montadora planeje efetuar volumosas inversões no projeto de um novo modelo com amplas probabilidades de sucesso e, com isso, tenha que aumentar seu grau de dependência com relação a determinados fornecedores. Neste caso, a montadora terá que analisar criteriosamente cada fornecedor de maneira a fazer uma triagem adequada e escolher os mais sólidos. Ao fazer isso, a montadora estará minimizando a probabilidade de ocorrência de surpresas, como por exemplo, a falência de algum fornecedor importante em pleno andamento do projeto. Isto poderia trazer graves consequências à montadora.

V - **Emprestadores de recursos** - Os emprestadores de recursos são, basicamente, os bancos comerciais e os bancos de investimentos. A análise que um banco tem que fazer antes de conceder um empréstimo a uma determinada empresa, deve ser a mais detalhada possível, dada a natureza da operação. Através da análise econômico-financeira, o banco tem condições de verificar a situação atual do cliente, bem como obter informações importantes sobre a sua situação futura. E, conseqüentemente, um banco que cultiva os melhores clientes do amanhã provavelmente terá alguma vantagem sobre seus concorrentes no futuro.

A análise que um banco faz antes de conceder um empréstimo a um determinado cliente é meticulosa. Isso se dá pois o risco assumido pelo banco é muito grande e os empréstimos somente serão pagos se a situação dos clientes for boa.

A vantagem imediata de uma análise econômico-financeira adequada é a redução dos prejuízos decorrentes de financiamentos que não poderão ser liquidados.

VI - **Estudiosos** - Encontram-se neste grupo as análises e/ou metodologias de análise efetuadas por contabilistas, administradores, economistas e demais interessados no tema. Os diferentes autores discutidos no item 1.3 - Revisão Bibliográfica - situam-se neste campo de interesse. Seus trabalhos e metodologias constituem a referência para os demais

Capítulo 2 - Métodos de Análise Econômico-Financeira

Apresenta-se neste capítulo as principais metodologias de análise financeira de empresas sob diferentes interesses.

2.1 - Emprestadores de recursos (bancos comerciais)

Dentre os diferentes métodos de análise identificados, procurou-se levantar alguns para ilustrar nosso trabalho e tentar responder à nossas indagações.

Uma das questões essenciais relacionadas à pesquisa de diferentes métodos diz respeito à amplitude de análise necessária e interesse do analista.

Neste sentido, cada método de análise deverá ser visto, inicialmente, de acordo com os agentes interessados, tornando mais fácil sua visualização e entendimento.

Abordaremos agora, a análise econômico-financeira das empresas sob a ótica dos emprestadores de recursos, mais especificamente os bancos comerciais. Diante deste propósito, tomaremos emprestado a metodologia utilizada por um grande banco.

Para procedermos desta maneira, realizamos várias entrevistas com um profissional que atua como analista de crédito em um grande banco multinacional. Posteriormente à discussão da metodologia utilizada por esta instituição financeira, iremos aplicá-la na análise de uma empresa que atua no setor têxtil. Todas as informações desta empresa foram obtidas através de entrevistas com um de seus profissionais que atua no departamento financeiro.

Esta instituição financeira tem uma equipe cuja função específica é fazer periodicamente um estudo detalhado da situação dos diversos setores da economia. Estes profissionais apontam as principais características (competitividade entre as empresas do setor, perfil dos fornecedores e dos clientes, etc.) de cada setor, bem como sua evolução e tendência para os próximos anos.

É elaborado um perfil das empresas para cada setor e, além disso, faz parte do produto final deste trabalho, uma relação com o ranking das mesmas, por ordem de faturamento e, na medida do possível, com as características individuais das empresas.

A partir desses dados, esse banco vai determinar quais são as empresas com que deve trabalhar, isto é, quais são seus clientes potenciais. Note-se que esse trabalho inicial é consequência de uma estratégia adotada pela matriz, que irá determinar, a nível de planejamento estratégico, qual é o perfil das empresas com quem se deve atuar.

O passo seguinte envolve a atuação do departamento de marketing que irá atuar com o objetivo de vender os produtos do banco.

Uma vez determinados os clientes com quem o banco quer trabalhar e dados os clientes para quem o banco consegue vender os seus produtos, se um deles desejar fazer um empréstimo junto ao banco, terá que passar por uma série de análises cuja extensão dos exames está diretamente relacionada com o volume de recursos desejados e o risco aparente da empresa.

Para ter um determinado volume de recursos aprovado, a empresa passa por um verdadeiro "check up" onde todas as informações julgadas relevantes são analisadas detalhadamente. O departamento de análise de crédito do banco irá detonar um processo chamado de "análise geral da empresa".

A fase inicial da análise geral da empresa começa com uma análise das informações chamadas qualitativas. Os seguintes assuntos, relacionados ao negócio da empresa, são considerados na extensão compatível com cada caso: estrutura da empresa, linha de principais produtos, mercado em que atua e fontes e esquemas de financiamentos.

Com relação à indústria em que a empresa atua, são considerados os seguintes assuntos: tendências econômicas e dos negócios, ambiente competitivo, ambiente regulamentador, mudanças tecnológicas, etc. Discute-se também a estratégia da empresa, os métodos de produção adotados e a sua política de preços. Com relação a fornecedores e clientes, é analisado quantos são, quais são e qual o poder de negociação que a empresa tem para com eles. Nesta fase, é considerado inclusive o perfil pessoal dos administradores da empresa, no que se refere a caráter e idoneidade.

A fase seguinte é a chamada análise financeira da empresa. Não menos detalhista e cuidadosa que a fase anterior, esta fase vai permitir que se chegue a conclusões importantes quanto à saúde financeira da empresa.

Como é esperado, esta fase inicia-se com a solicitação das três últimas demonstrações financeiras da empresa em questão. Salientamos, neste ponto, a necessidade de informações confiáveis. É muito importante que as demonstrações financeiras reflitam com propriedade a situação financeira da empresa na data a que se referem. De nada vale fazer uma análise sobre demonstrações financeiras que têm informações distorcidas. É de extrema importância o fato do balanço ser auditado. No caso de ser auditado, verifica-se qual foi a empresa de auditoria que auditou aquela empresa. A empresa de auditoria tem independência e credibilidade suficientes para emitir um parecer confiável?

A partir de um balanço que apresente informações reais, essa instituição financeira vai solicitar à empresa que faça uma decomposição detalhada de determinadas contas. Essas contas a serem decompostas não são sempre as mesmas. Elas variam de empresa a empresa, conforme sua apresentação e valor relativo (materialidade). Exemplo disso é ter a informação que a empresa fatura a no máximo 30 dias. Deve-se esperar, portanto, que a empresa apresente um saldo de "Contas a Receber" de aproximadamente 1 mês de faturamento. Se ela apresentar um "Contas a Receber" muito maior que 1 mês de faturamento, é sinal que há algum problema. Pode ocorrer que parte de sua carteira de clientes não esteja efetuando os pagamentos com pontualidade. Talvez seja necessário reconsiderar o contas a receber da empresa (obviamente se esta não for auditada) e, transferir parte dele para a conta de "Provisão para Devedores Duvidosos", uma vez que não irá realizar esse valor. Uma empresa que apresente esse problema pode ter dificuldades em seu Fluxo de Caixa, uma vez que pode não conseguir gerar caixa suficiente para saldar suas exigibilidades. Um empréstimo concedido a esta empresa pode acarretar em prejuízos significativos ao banco.

A partir da decomposição de algumas contas, o passo seguinte é fazer um reordenamento deste balanço, agrupando as contas que o analista achar conveniente.

Com o reordenamento do balanço concluído, efetua-se a sua conversão para uma moeda forte, geralmente o dólar.

A fase seguinte é a elaboração da análise vertical e horizontal. A participação de cada conta em relação ao total, bem como sua evolução ao longo dos últimos três anos, é comparada com as características e médias do setor.

Em seguida, passa-se à análise através de índices. A análise através de índices e as análises horizontal e vertical não têm uma importância tão destacada quanto esperávamos. Elas são tão importantes quanto as outras fases e, em alguns casos, têm menor importância.

Naturalmente, os índices que têm maior importância são os relacionados ao endividamento da empresa e à margem de lucro.

Os índices utilizados são, basicamente, os seguintes:

$$1) \quad \text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circul.} + \text{Pass. Circul.}}{\text{Pass. Circul.} + \text{Exig. Lgo Prazo}}$$

$$2) \quad \text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{At. Circulante}}{\text{Pass. Circulante}}$$

$$3) \quad \text{Liquidez Seco} = \frac{\text{At. Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Pass. Circulante}}$$

$$4) \quad \text{Endividamento} = \frac{\text{Capitais de Terceiros}}{\text{Patr. Líquido}}$$

$$5) \quad \text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

$$6) \quad \text{Rentabilidade do Patr. Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patr. Líquido Médio}}$$

$$7) \quad \text{Rentabilidade do Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Líquido Médio}}$$

Vale ressaltar que os índices são analisados em seu conjunto e são comparados com a média do setor. Analisando-se os índices isoladamente ou apenas a variação de um ano para outro (chamada no meio bancário de análise de "elevador") pode ocultar informações importantes.

Durante nossas entrevistas, percebemos que, durante a análise, há uma grande preocupação em se verificar quanto do capital de terceiros é devido a instituições financeiras. Pois, se do total do capital de terceiros predominar capital dos fornecedores, significa que a empresa tem poder para negociar prazos dilatados de pagamentos. Entretanto, se parte significativa do capital de terceiros é composta por empréstimos efetuados em instituições financeiras, significa que a empresa tem que ter um Fluxo de Caixa significativamente superavitário a fim de saldar todos os seus débitos para com os bancos. Desta maneira, durante nossas entrevistas com o analista de crédito, constatamos o uso, mesmo que inconsciente, de mais um índice, a saber:

Capitais de Bancos

8) Capitais de Bancos = _____

Capitais de Terceiros

Concluída a análise financeira, o passo seguinte é o que podemos chamar de análise geral de riscos. Essa análise tem por objetivo identificar pontos ou áreas de maior risco na empresa. Esses pontos relevantes terão um enfoque especial na análise, conforme o analista julgar necessário.

Para cada empresa há um grupo de pontos ou áreas particulares diferentes que evidenciam riscos em um grau também diferente. Não existe uma relação de pontos relevantes que são aplicáveis a todas as empresas. Cada empresa é um caso e, assim sendo, deve ser analisada isoladamente de acordo com suas características particulares. O que pode ser feito é um "check list" de pontos que potencialmente podem dar evidências de algum risco para a empresa. Desta maneira, para a análise de crédito de qualquer empresa seria usado esse "check list". Segundo o analista entrevistado, um "check list" seria tão extenso que o esforço para a sua elaboração, bem como o tempo dispendido na checagem em cada análise de crédito - muitos pontos irrelevantes seriam checados - não tornaria compensador a sua utilização, considerando-se a relação custo/benefício.

Portanto, é consenso no meio profissional que uma análise geral de riscos bem feita vai depender do "feeling" do analista. Daí a importância da experiência do analista de crédito.

Para termos alguma idéia de algumas particularidades que podem trazer riscos à empresa, discutiremos os mais comuns:

1) Administração familiar - uma empresa que possua uma administração familiar não profissionalizada provavelmente não irá gerenciar os negócios com tanta eficiência quanto uma administração especializada. A evidência de risco não está no fato da administração ser familiar e sim no fato de não ser especializada;

2) Exportação - uma empresa que exporte parte de sua produção, está menos vulnerável ao ciclo e turbulências internas da economia brasileira. Quanto maiores forem as exportações comparativamente às suas vendas totais, mais sólida a sua posição. Entretanto, vale ressaltar que caso a moeda corrente no Brasil estiver muito valorizada em relação às moedas internacionais, o que é pouco provável que aconteça, um nível elevado de exportações pode trazer problemas à empresa;

3) Importação - se a empresa tiver um elevado nível de importações relativamente ao seu nível de exportações, naturalmente estará mais vulnerável a uma política cambial que mantenha a moeda corrente desvalorizada;

4) Competitividade de seus preços - como está a eficiência da empresa? A empresa consegue praticar preços competitivos? E em relação ao mercado internacional, ela tem preços competitivos? Caso não tenha, uma política de abertura do mercado interno ao mercado internacional poderia trazer sérios problemas à empresa;

5) Dependência do petróleo - uma empresa que tem, em sua planilha de custos, uma participação alta de derivados do petróleo, poderá ter problemas caso o preço deste produto se eleve demasiadamente;

6) Contingências fiscais ou penais - verifica-se aqui se a empresa está em litígio em qualquer nível da justiça com algum indivíduo (pessoa física, jurídica ou entidade pública) que possa vir a se converter em um passivo significativo para a empresa. Exemplo disso é quando uma empresa adota como procedimento vender mercadoria sem nota fiscal. Essa empresa está, naturalmente, correndo o risco de ser descoberta. Caso seja descoberta, o volume de imposto sonegado durante os 5 últimos anos será arbitrado pelo fisco e se converterá em uma obrigação em favor do governo do Estado. Além disso, terá que pagar multa pela sonegação de imposto. Neste caso, pode, em um caso extremo, ter dificuldade na continuidade das suas operações.

A análise de um caso prático envolve, como discutido acima, a análise do setor e dos pontos julgados relevantes pelo analista. Procederemos então à análise do setor, análise dos pontos relevantes e análise financeira, respectivamente.*

* esta análise deveria ser tratada no cap. 3.

- O governo baixou tarifas de importação dos produtos similares estrangeiros, com o objetivo de estimular a modernização do setor. Estudo recentemente efetuado por órgão ligado ao setor concluiu que a maioria do maquinário (por volta de 50%) utilizado pelo setor no Brasil tem idade superior a 20 anos. Esse órgão calcula também que, com o processo de liberação das importações, sejam necessários investimentos de, no mínimo 1 bilhão de dólares por ano para que a modernização do setor passe a ser expressiva. A redução das alíquotas de importação do setor não representa problemas às maiores empresas do setor (a empresa escolhida está inserida entre as maiores), uma vez que elas apresentam condições financeiras para investimentos de grande monta. No entanto as empresas de menor porte e/ou menor eficiência podem não ter capacidade de sobreviver à transição, o que abre a possibilidade de concentração do setor. Vale ressaltar que o grupo de pequenas firmas está pleiteando linhas de financiamentos específicas para reequipamento das fábricas, o que é altamente improvável que aconteça.

Atuando no setor têxtil, esta empresa tem significativo poder de barganha com seus fornecedores, uma vez que produz 50% dos fios que consome em sua produção de tecido. A sua clientela é pulverizada - formada principalmente por confecções que lhe compram 60% da produção. Os restantes 40% ficam por conta do atacado e do varejo.

O nível de empréstimos aumentou significativamente no último ano, o que lhe deixa em posição menos confortável relativamente aos anos anteriores. Entretanto, seu fluxo de caixa tem apresentado saldos suficientes para afastar problemas imediatos de liquidez. Não é recomendável empréstimos vultosos nem, tampouco, garantias como duplicatas a receber e equipamentos, uma vez que, enquanto as primeiras estão sujeitas à instabilidade da economia brasileira, os equipamentos são, em média, antigos.

A fase seguinte é a análise vertical e horizontais dos 3 últimos demonstrativos financeiros. Toda e qualquer variação significativa tem que ser explicada.

A aplicação deste método será vista no próximo capítulo.

2.2 - Emprestadores de Recursos (bancos de desenvolvimento - BNDES)

Existe a possibilidade do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) colaborar financeiramente sob a forma de financiamento e/ou aval, com o objetivo de implantar novas indústrias ou expandir as existentes, ou ainda, para atender à modernização e/ou reorganização industrial.

Para que o financiamento se concretize, o BNDES faz uma análise da empresa avaliando os pontos fortes e fracos nos seguintes pontos: informações cadastrais, informações administrativo-organizacionais, análise financeira e aspectos técnicos.

i) Nas informações cadastrais, o BNDES preocupa-se com referências bancárias e comerciais, bem como outras informações esclarecedoras da idoneidade da empresa e de seus dirigentes. É solicitado que sejam relacionados os bens pessoais dos dirigentes.

ii) No campo administrativo - organizacional são analisados os seguintes pontos: organograma, funcionamento da contabilidade, sistemas de custos, engenharia industrial, organização e métodos, pesquisas e desenvolvimento, planejamento e controle da produção, sistema de informação gerencial, controle interno, marketing, análise de mercado e planejamento estratégico e relações industriais.

iii) Na análise da situação financeira da empresa, primeiramente é verificado se a empresa é assistida por Auditoria Externa independente e se a mesma auditou os últimos demonstrativos financeiros publicados. É solicitada a apresentação dos 3 últimos balanços consolidados da empresa no intuito de proceder a análise de alguns indicadores de rentabilidade e risco. Os indicadores são os seguintes:

- Lucro Líquido por ação
- Lucro Líquido por Patrimônio Líquido
- Lucro Ajustado por Capital Total
- Lucro Líquido por Vendas Líquidas

Lucro Líquido + Depreciação + Juros de Financiado

IC (*) = $\frac{\text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} + \text{Juros de Financiado}}{\text{Juros} + \text{Amortiz. de Financiam.} + \text{Dividendos Obrigat.}}$

Juros + Amortiz. de Financiam. + Dividendos Obrigat.

- Patrimônio Líquido por Capital Total
- Exigível a Longo Prazo por Capital Total

Obs.;

- Capital total = Patrimônio Líquido + Capital terceiros
- Lucro Ajustado = Lucro Líquido + encargos financeiros

(*)

Ic:

índice

de

cobertura

Outros 2 demonstrativos importantes solicitados são: Fluxo de Caixa e Demonstrativo dos usos e Fontes do Projeto. O demonstrativo de uso e fonte de recursos detalha o destino a ser dado aos recursos que porventura sejam liberados pelo BNDES. Já o fluxo de caixa detalha os recebimentos, pagamentos e saldos de caixa projetados até o término do projeto.

Iremos exemplificar o método de análise econômico-financeiro usado pelo BNDES, aplicando-o à empresa retro mencionada. Centralizaremos nosso enfoque nas partes que se identificam com o objeto de nosso trabalho.

2.3 - Acionistas

Para descrever a análise econômico-financeira de empresas sob a ótica e interesse dos acionistas, discutiremos o trabalho desenvolvido por Domingos Gouveia Rodrigues em seu artigo "Sistema de Informações para o Mercado de Capitais". Essa metodologia de avaliação do desempenho das empresas permite aos usuários obter informações úteis sobre seus investimentos em empresas no mercado acionário.

A metodologia permitirá não só uma análise retrospectiva do desempenho operacional no mercado de capitais da empresa, mas também inferir acerca das potencialidades da mesma.

Existe relativo consenso entre os estudiosos de finanças em relação aos principais determinantes dos preços das ações no mercado, a saber:

- A) nível do lucro projetado da empresa;
- B) nível dos dividendos a serem distribuídos pela empresa;
- C) nível do risco da empresa;
- D) nível do custo do dinheiro no mercado financeiro; e
- E) taxa de crescimento futuro da empresa.

Ainda que esses fatores sejam fáceis de compreender no que se refere às influências que exercem sobre os preços das ações, fica bastante complexo elaborar um sistema que possa interligá-los de forma a permitir que se conclua, com razoável precisão, sobre a situação econômico-financeira de uma empresa.

Na verdade, segundo Gouveia, o que seu modelo faz, é tentar resumir as complexas relações do mundo real.

Os modelos do "Desconto de um Fluxo de Caixa" partem do pressuposto que o valor de uma ação é igual ao valor presente do fluxo de caixa que determinado acionista espera receber. Definido este fluxo de caixa como o fluxo de dividendos que a empresa distribuirá no futuro, temos que o valor da ação corresponde ao valor presente desses dividendos.

Assumindo que o acionista vai ficar com a ação durante dois anos, temos que o valor da ação obedece à seguinte equação:

$$P_t = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{P(1+g)}{(1+r)^3}$$

Onde: P_t = preço (valor) da ação do período t ;

D = dividendo por ação;

g = taxa de crescimento dos dividendos, do valor patrimonial, do lucro por ação e do preço do mercado;

P = preço de mercado atual; e

r = custo de oportunidade. É a taxa de retorno que o acionista receberia caso aplicasse seus recursos em outro investimento.

O modelo proposto por Gouveia pressupõe que a) o acionista vai ficar com a ação durante 5 anos, ao final do qual irá vendê-la; b) Os dividendos crescerão a uma taxa "g" constante durante os 5 anos; e c) A ação manterá nos próximos 5 anos uma relação preço/valor patrimonial (ou preço/lucro por ação) constante.

Desta maneira, a equação passa a ser a seguinte:

$$P_t = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{D(1+g)^3}{(1+r)^4} + \frac{D(1+g)^4}{(1+r)^5} + \frac{P(1+g)^4}{(1+r)^5}$$

Iremos, agora, definir cada uma das variáveis do modelo acima apresentado:

a) Preço de mercado (P): será utilizada a última cotação apresentada na Bolsa de Valores;

b) Dividendo por ação (D):

$$D = TD \times TR \times VPA$$

Onde: TD (taxa de distribuição de dividendos) =
dividendos/lucro líquido;

TR (taxa de retorno sobre o patrimônio) =
lucro líquido/patrimônio líquido; e

VPA (valor patrimonial da ação) = patrimônio
líquido/número de ações.

c) Taxa de crescimento dos dividendos (" g ")

$$g = TR \times TRL$$

Onde: TRL (taxa de retenção dos lucros) = lucro
não distribuído/lucro líquido

d) O custo de oportunidade (r) pode ser considerado como sendo a taxa interna de retorno média de todas as empresas com ações disponíveis para compra ou como sendo a taxa de juros obtida em uma aplicação financeira.

A interpretação de equação é a seguinte: quanto deveria valer determinada ação que paga certo fluxo de dividendos, que permite que o comprador possa vendê-la daqui a cinco anos mantendo a mesma proporção atual com o valor patrimonial e dado que o acionista deseja obter certa rentabilidade real ao ano expressa por " r ".

Esse autor ressalta que, para uma maior riqueza da análise, além de uma análise horizontal para os 2 últimos anos, o cálculo de alguns indicadores financeiros é aconselhado. Os indicadores são os seguintes:

- Taxa de retorno sobre o patrimônio líquido;
- Taxa de distribuição de dividendos; e
- Valor patrimonial da ação.

2.4 - Abordagem gerencial

A análise econômico-financeira utilizada para fins gerenciais é um instrumento imprescindível para a tomada de decisões. Normalmente é utilizada como auxiliar na formulação da estratégia da empresa e, além disso, fornece informações fundamentais sobre a rentabilidade, a liquidez da empresa e prazos médios.

Sob a ótica gerencial, a análise econômico-financeira de empresas vai concentrar sua atenção no desempenho econômico e financeiro da empresa. Outros aspectos como o setor em que a empresa atua, por exemplo, têm menor atenção. Naturalmente, tudo o que acontece no mercado em que a empresa atua é acompanhado com muita atenção pelos administradores. Entretanto, essas informações são objeto de relatórios e boletins informativos internos na empresa cuja elaboração (e análise) não necessariamente está vinculada à sua análise econômico-financeira.

Eventualmente, algum aspecto da análise exige uma informação adicional, como por exemplo, a queda nas vendas em função de uma análise agressiva de vendas das empresas concorrentes. Este fato exige uma análise adicional da nova divisão do mercado entre as empresas do setor.

Normalmente, a análise de uma empresa para fins gerenciais começa com a elaboração dos índices financeiros em determinada data. Juntamente com os índices financeiros é feita uma análise horizontal dos mesmos para os últimos 2 ou 3 anos. O objetivo de se apresentar essa tendência histórica para cada índice é enriquecer a análise, possibilitando a visualização da tendência. A elaboração de gráficos que evidenciem a tendência histórica dos índices facilita a visualização e frequentemente é utilizada.

Uma vez apurados os índices (e evidenciado a tendência), o passo seguinte é a comparação de cada um com a média do setor.

Outro ponto importante é a análise do capital de giro. Através do cálculo dos índices de rotação ou prazos médios (recebimento, pagamento e estocagem), é possível avaliar a administração do capital de giro da empresa.

Por último, a análise da rentabilidade é o instrumento mais usado pelos dirigentes de uma empresa. Esse tipo de análise permite ampla decomposição dos elementos que influem na determinação da taxa de rentabilidade e explica quais os principais fatores que levaram ao aumento ou à queda de rentabilidade. Esses são os motivos que fazem com que a análise da rentabilidade esteja invariavelmente presente nas análises econômico-financeiras, qualquer que seja o seu objetivo.

Iremos exemplificar ^{no cap.3 (ver pag. 71)} a análise econômico-financeira utilizando, exclusivamente, ~~as~~ demonstrações de demonstrações financeiras publicadas (ver pág^s 60 a 62).

2.5 - Publicações especializadas

Algumas revistas analisam anualmente o desempenho das principais empresas de cada setor a fim de estabelecer um Raking, segundo critérios previamente estabelecidos.

Analisaremos, desta maneira, a metodologia utilizada pela revista Exame em sua publicação "Melhores e Maiores". Essa revista adota um critério denominado "desempenho global". Esse critério faz uma ponderação entre os resultados obtidos pela empresa considerando crescimento, rentabilidade, saúde financeira, baixo risco, participação de mercado e produtividade, entre as vinte maiores de cada setor.

Segundo os editores da referida revista. Na maioria dos casos, a melhor empresa de um setor destaca-se em todas as áreas de desempenho. Ela não fica necessariamente na primeira colocação em cada um dos indicadores, mas, em geral, consegue pontos em todos eles.

As empresas bem ranqueadas são firmas que cresceram sem prejuízo de sua situação financeira, foram rentáveis sem assumir riscos e souberam produzir sem desperdiçar ativos.

"Melhores e Maiores" escolhe a melhor empresa do setor a partir de uma metodologia simples, que consiste em atribuir pontos (10 para o primeiro lugar, 9 para o segundo e assim sucessivamente até o décimo que fica com 1) pela classificação da empresa nos seis seguintes critérios:

. Receitas ou faturamento. Com esse critério, premia-se empresas que mais contribuem para a economia e detêm as maiores participações de mercado no macro setor em que atuam.

. Crescimento das Vendas - retrata o dinamismo da empresa no ano analisado: se ela aumentou ou diminuiu sua participação no mercado e sua capacidade de gerar novos empregos.

. Rentabilidade do Patrimônio - Mede a eficiência da empresa, o controle de custos e o aproveitamento das oportunidades que surgem no mundo dos negócios. Esse indicador também é utilizado como critério de desempate de duas empresas que apresentem o mesmo desempenho global.

. Liquidez Geral - Revela se a empresa está em boa situação financeira, ou seja, se está crescendo com segurança. Quanto mais capitalizada, menor esse risco.

. **Produtividade** - Mede quanto a empresa produz e vende em relação aos recursos empregados. Esse critério premia as empresas que ganham pelo giro e não pela margem de lucro de suas vendas.

As condições necessárias para inclusão na publicação Melhores e Maiores são:

1- Ser uma das 500 maiores empresas de capital privado do país, o que implica ter faturamento anual superior a 105 milhões de dólares.

2- Ser uma das cinquenta maiores empresas estatais nos casos aplicáveis ou um dos cinquenta maiores bancos.

3- Ser uma das vinte maiores empresas do setor, cujo risco mínimo varia dependendo do setor. Em média cada Companhia que detenha 1% ou mais do faturamento de seu setor, é incluída.

"Melhores e maiores" utiliza o critério de receitas para classificar as maiores. Segundo os editores, são elas que medem a contribuição da empresa para a sociedade.

Todos os valores publicados estão padronizados para a data do último balanço, a fim de não prejudicar ou beneficiar empresas que fecham seus demonstrativos em datas anteriores ou posteriores às da maioria. Essas empresas tiveram seus valores inflacionados ou deflacionados pela inflação entre 31 de dezembro e a data de encerramento de seu exercício social.

Lembre-se a existência de outras publicações (1) e pesquisas acadêmicas (2) que contém praticamente os mesmos indicadores, porém com objetivos diferentes. A primeira serve como referência para os bancos em suas análises de índices e as demais têm como objetivo o entendimento do processo de acumulação das empresas do país.

2.6 - CLIENTES E FORNECEDORES

Como foi discutido anteriormente, é importante para as empresas conhecer a situação financeira do seus clientes e, em alguns casos, de seus fornecedores. A profundidade da análise depende de quanto cada cliente ou fornecedor receberá de crédito e/ou do risco inerente ao negócio.

. Realmente a profundidade da análise depende do risco envolvido. Como essa empresa tem uma ampla carteira de clientes e uma distribuição de suas vendas bastante pulverizada, em geral, não são necessárias análises detalhadas.

(1) SERASA - Panorama Financeiro das Empresas - Estudos Setoriais

(2) Pesquisa acadêmica - "O Financiamento das Empresas Industriais no Brasil" — 1980/87 — Carpintéro e Bacic — Campinas, Abril/90 - mimeo Economia/UNICAMP

Quando existe a perspectiva de se negociar com um cliente, essa empresa solicita o seus 2 últimos balanços e a relação de bancos e fornecedores com quem trabalha. Com essas informações, o primeiro passo, e também o mais importante, é entrar em contato com esses bancos e fornecedores e verificar o histórico do cliente potencial no que se refere a pontualidade de pagamento e protestos.

Se o cliente potencial não possuir um bom histórico, a negociação com ele será automaticamente cancelada. Se possuir um histórico razoável, o passo seguinte é o cálculo de alguns indicadores financeiros. Para a maioria dos seus clientes foram usados apenas os 4 indicadores abaixo descritos, uma vez que cada cliente geralmente têm uma participação pequena no total das vendas.

- Rentabilidade do patrimônio Líquido
- Líquido corrente;
- Liquidez seca; e
- Liquidez geral

Para os clientes cujo volume de vendas envolvido é grande, os analistas de crédito da empresa dispensam maior atenção com as informações dos bancos e outros fornecedores do potencial cliente, além de acrescentar a análise de indicadores endividamento.

Capítulo 3 - Um Caso de Análise Econômico-Financeira Sob o Enfoque de Diferentes Metodologias

Tendo como base as informações de uma empresa procurou-se, neste capítulo, apresentar as análises econômico-financeiras sob diferentes metodologias para permitir uma comparação.

3.1 - Apresentamos aqui os demonstrativos contábeis da empresa que serviu de base para as diferentes metodologias de análise - valores a preços de 31.12.89.

| | ATIVO - NCz\$ mil | | |
|----------------------------------|-------------------|------------------|------------------|
| | 87 | 88 | 89 |
| CIRCULANTE | | | |
| Caixa e bancos | 2.177 | 1.313 | 1.909 |
| Aplicações financeiras | 6.199 | 134.830 | 167.470 |
| Depósito em moeda estrangeira | | | |
| RESOLUÇÃO 1208 | 9.548 | — | — |
| Contas a receber de clientes | 160.681 | 117.828 | 122.329 |
| Provisão para deved. duvidosos | (1.595) | (1.178) | (3.670) |
| Estoques | 124.591 | 41.699 | 126.493 |
| Impostos recuperáveis | 10.117 | 1.841 | 3.134 |
| Despesas pagas antecip. e outros | 3.344 | 1.937 | 3.521 |
| Total do Circulante | 315.062 | 298.269 | 421.187 |
| REALIZÁVEL A LONGO PRAZO | | | |
| Empresas associadas | 545 | 14.508 | 41.938 |
| Depósitos compulsórios | | | |
| Eletrobrás e outros | 4.436 | 5.025 | 8.824 |
| Total Realiz. L. Prazo | 4.981 | 19.533 | 50.762 |
| PERMANENTE | | | |
| Investimentos | 90.617 | 92.977 | 110.685 |
| Imobilizado | 920.982 | 874.256 | 1.051.092 |
| Diferido | 83.198 | 63.453 | 56.078 |
| Total do Permanente | 1.094.797 | 1.010.686 | 1.217.855 |
| TOTAL DO ATIVO | 1.414.840 | 1.328.488 | 1.689.804 |

| | PASSIVO - NCz\$ mil | | |
|-------------------------------|---------------------|------------------|------------------|
| | 87 | 88 | 89 |
| CIRCULANTE | | | |
| Fornecedores | 9.952 | 17.505 | 24.594 |
| Financiamentos | 20.458 | 26.105 | 50.107 |
| Impostos e contrib. sociais | 20.573 | 23.697 | 46.247 |
| Empresas associadas | 12.668 | 4.929 | 28.770 |
| Dividendos | 23.408 | 20.421 | 26.428 |
| Provisão para I. R. | 5.325 | — | 19.122 |
| Participações estatutárias | 1.011 | 696 | 499 |
| Provisões | 6.675 | 7.954 | 12.850 |
| Outras contas a pagar | 1.916 | 2.888 | 6.910 |
| Total do Circulante | 101.985 | 104.195 | 215.527 |
| EXIGÍVEL A LONGO PRAZO | | | |
| Financiamentos | 120.624 | 130.056 | 378.845 |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | | | |
| Capital social | 201.603 | 80.969 | 45.696 |
| Correção monetária do capital | 496.442 | 573.723 | 579.595 |
| Capital realizado atualizado | 698.045 | 654.692 | 625.291 |
| Reserva de capital | 99.493 | 132.466 | 163.555 |
| Reserva de reavaliação | 316.652 | 240.657 | 165.257 |
| Reserva legal | 7.608 | 9.804 | 14.419 |
| Lucros acumulados | 70.433 | 56.618 | 126.909 |
| Total do Patr. Líquido | 1.192.231 | 1.094.237 | 1.095.431 |
| TOTAL DO PASSIVO | 1.414.840 | 1.328.488 | 1.689.804 |

DEMONSTRATIVO DO RESULTADO - NCz\$ mil

| | 87 | 88 | 89 |
|--|-----------|-----------|-----------|
| RECEITA BRUTA DE VENDAS | 724.635 | 399.713 | 505.159 |
| Impostos sobre vendas e outras deduções | (138.475) | (76.451) | (96.481) |
| RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS | 586.160 | 323.263 | 408.677 |
| CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS | (266.405) | (124.249) | (154.365) |
| Lucro Bruto | 319.755 | 199.014 | 254.312 |
| RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS: | | | |
| Despesas com vendas | (37.924) | (21.717) | (28.925) |
| Despesas administrativas | (14.217) | (23.019) | (51.690) |
| Despesas financeiras | (139.006) | (138.470) | (398.097) |
| Receitas financeiras | 92.161 | 132.545 | 227.563 |
| Ajustes dos planos econômicos | (6.794) | — | — |
| Outras receitas | (1.199) | 409 | 496 |
| Total das Desp. Operac. | 104.576 | (50.252) | (250.694) |
| Lucro Operacional | 215.179 | 148.761 | 3.658 |
| RECEITAS (DESPESAS) NÃO OPERAC. | 129 | 6 | 101 |
| CORREÇÃO MONETÁRIA DO BALANÇO | (60.350) | (27.284) | 204.781 |
| Lucro antes do I. R. | 154.958 | 121.483 | 208.338 |
| PROVISÃO PARA I. R. | (67.965) | (47.347) | (83.857) |
| PARTICIPAÇÃO DOS ADMINISTRADORES | (1.011) | (607) | 499 |
| Lucro Líquido | 85.983 | 73.529 | 123.982 |

3.2 - Análise sob o ponto de vista dos emprestadores de recursos
(bancos comerciais):

Indicadores:

| | 87 | 88 | 89 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| | ----- | ----- | ----- |
| Liquidez geral | 1,44 | 1,36 | 0,79 |
| Liquidez corrente | 3,09 | 2,86 | 1,95 |
| Liquidez seca | 1,87 | 2,46 | 1,36 |
| Endividamento | 0,19 | 0,21 | 0,54 |
| Margem líquida | 14,67% | 22,75% | 30,34% |
| Rentabilidade do patrimônio líquido | N.D. | 6,45% | 11,32% |
| Rentabilidade do Ativo | N.D. | 5,36% | 8,22% |
| Participação capitais de bancos | 86,18% | 87,44% | 88,94% |

Em função do acima exposto aprova-se o crédito a empresa em questão até o limite de NCr\$ 100 milhões.

3.3 - Análise sob o ponto de vista dos bancos de desenvolvimento

Considerando que a empresa apresente dados cadastrais e dados administrativo-organizacionais satisfatórios, faremos uma análise dos indicadores de rentabilidade e risco para os balanços de 87,88 e 89.

| | 1987 | 1988 | 1989 |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|
| | ----- | ----- | ----- |
| Lucro Líquido/ação | 184,20 | 147,63 | 240,77 |
| Lucro Líquido/Patrimônio Líquido | 7,21% | 6,72% | 11,32% |
| Lucro Ajustado/Capital Total | 3,72% | 7,21% | -6,98% |
| Lucro Líquido/Vendas Líquidas | 14,67% | 22,75% | 30,34% |
| IC | ND* | ND* | ND* |
| Patrimônio Líquido/Capital total | 89,42% | 87,51% | 71,86% |
| Exigível a Longo Prazo/Capital total | 9,05% | 10,40% | 24,85% |

A empresa em questão apresentou uma situação financeira sólida e estável no último ano (1989). Apresentou uma elevação das despesas financeiras (em função de novos financiamentos tomados) impactando em um lucro ajustado/capital total negativo. Entretanto, o aumento da margem de lucro compensou parcialmente essa elevação das despesas financeiras. A sua saúde financeira não foi afetada sendo, desta maneira, passível de recepção de recursos sem riscos significativos.

A análise setorial tem destacada importância na análise das empresas, uma vez que fornece parâmetros adequados para a análise. A análise setorial no Brasil ainda é muito incipiente e carece de dados e profissionalismo por parte de alguns dirigentes que não fornecem as informações necessárias.

3.4 - Análise setorial - revistas especializadas

O crescimento das vendas, entendido como o crescimento da receita operacional bruta em cruzeiros descontada a inflação do exercício social em questão é calculado dividindo-se a receita do ano em questão pela receita do ano anterior - descontada a inflação, menos um e vezes cem. Sendo assim, temos:

Crescimento das vendas = 67,6%

Mediana do setor = 8,2%

Posição ocupada = 1ª

Pontuação = 10

A rentabilidade do patrimônio foi a seguinte:

Rentabilidade do patrimônio = 11,32%

Mediana do setor = 14,1%

Posição ocupada = N.D. *

Pontuação = 0

A produtividade, medida pela divisão das receitas operacionais pelo ativo total, deduzidos os investimentos em outras companhias, é a seguinte:

Produtividade = 0,24%

Mediana do Setor = 2,5%

Posição ocupada = N.D. *

Pontuação = 0

A liquidez geral, tinha a seguinte pontuação:

Liquidez geral = 0,79%

Mediana do Setor = 1,32%

Posição ocupada = N.D. *

Pontuação = 0

* Dados não disponíveis

A capitalização que mede a participação dos recursos próprios no ativo total, teve o seguinte desempenho:

Capitalização = 64,83%

Mediana do Setor = 68,9%

posição ocupada = N.D. *

Pontuação = 0

Somando a pontuação obtida em cada critério, obtém-se o desempenho global que, no caso, totaliza 10 pontos. Com essa pontuação, a empresa não se posicionou entre as 10 melhores do setor.

3.5 - Clientes e fornecedores

Para exemplificar a referida metodologia, mais uma vez iremos utilizar as informações da empresa escolhida. Iremos supor que essa empresa deseje consumir uma quantidade não muito grande. Suponhamos também que as consultas efetuadas com seus fornecedores e bancos, apresentem dados positivos. Desta maneira, passemos ao cálculo dos indicadores:

* Dados não disponíveis

| | 88 | 89 |
|-------------------------------------|---------|---------|
| | ----- | ----- |
| Rentabilidade do patrimônio líquido | 6,72% | 11,32% |
| Liquidez corrente | 286,26% | 195,42% |
| Liquidez seca | 246,24% | 136,73% |
| Liquidez geral | 79,40% | 135,67% |

Neste caso prático, de acordo com os resultados obtidos, o crédito ao cliente seria aprovado.

Vale lembrar que a mesma metodologia é utilizada para os casos de adiantamentos e fornecedores.

3.6 - Análise sob a ótica dos acionistas

Passemos, agora, à análise de um caso prático conforme a metodologia desenvolvida por Gouveia, tomando como base o ano de 1989.

$$Pt = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{D(1+g)^3}{(1+r)^4} + \frac{D(1+g)^4}{(1+r)^5} + \frac{P(1+g)^4}{(1+r)^5}$$

Cálculo das variáveis:

a) O preço da ação na última cotação da bolsa de valores era

NCr\$ 1.813,00.

b) A variável D (dividendos por ação) é calculada como segue:

$$D = TD \times TR \times VDA$$

$$D = 0,25 \times 0,11 \times 2.127,34$$

$$D = 58,50$$

c) A taxa de crescimento dos dividendos, calculada multiplicando-se a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido pela taxa da retenção dos lucros, é a seguinte:

$$G = TR \times TRL$$

$$G = 0,11 \times 0,75$$

$$G = 0,08$$

d) O custo de oportunidade "r" foi considerado como a taxa de juros real média no ano das aplicações financeiras na data 15%.

Fazendo os cálculos, temos:

$$Pt = \frac{58,50}{1,15} + \frac{58,50 (1,08)}{(1,15)^2} + \frac{58,50 (1,08)^2}{(1,15)^3} + \frac{58,50 (1,08)^3}{(1,15)^4} + \frac{58,50 (1,08)^4}{(1,15)^5} + \frac{1813 (1,08)^4}{(1,15)^5}$$

$$Pt = 50,87 + 47,77 + 44,87 + 42,13 + 39,57 + 1.226,32$$

$$Pt = 1.451,53$$

Desta maneira, temos que conforme o modelo de Gouveia, a ação desta empresa deveria valer NCr\$ 1.451,53 em 31/12/89. Como seu valor de mercado está mais alto que isso, sua compra não é aconselhada no momento.

3.7 - Análise gerencial

Estrutura de capitais

A empresa apresentou posição satisfatória quanto à estrutura de capitais em 87 e 88.

No ano seguinte, o seu endividamento cresceu, tanto a curto como a longo prazo, de maneira preocupante. Em termos reais, descontada a inflação, o volume de exigibilidade teve um acréscimo de 152,73%.

O grau de imobilização do Patrimônio Líquido mostrou elevação significativa em 89. Isto, entretanto, não provocou distúrbios na liquidez. Ao longo dos exercícios de 87 e 88, o Ativo Permanente manteve-se constante. Isto significa que em termos relativos não houve um acréscimo de imobilização.

Liquidez

A empresa parte¹⁹⁸⁷ de uma satisfatória liquidez e a mantém no ano seguinte. Todos os índices de liquidez se encontram no nível bom em 87 e 1988. Entretanto, em 1989 a tomada de empréstimos leva os índices de liquidez para níveis preocupantes.

Situação econômica

A empresa apresentou rentabilidade satisfatória em 1980, graças à boa margem de lucro líquido obtida. Em 1988, o lucro líquido aumentou significativamente e, em 1989 apresentou um desempenho que pode ser considerado como excelente, o que compensa qualquer expectativa pessimista oriunda dos índices de endividamento.

2 AVALIAÇÕES

| | ESTRUTURA DE CAPITAIS | | | LIQUIDEZ | | | RESULTADO | | | CICLO | | |
|--------------|-----------------------|----|----|----------|----|----|-----------|----|----|-------|----|----|
| | 80 | 81 | 82 | 80 | 81 | 82 | 80 | 81 | 82 | 80 | 81 | 82 |
| ÓTIMO | | | | | | | | | * | | | |
| BOM | * | * | | * | * | | | * | | * | * | |
| SATISFATÓRIO | | | | | | | * | | | | | * |
| INSUFICIENTE | | | * | | | * | | | | | | |
| DEFEITOSO | | | | | | | | | | | | |

TENDÊNCIA DA EMPRESA: instável

DESTAQUES: POSITIVO - MARGEM LÍQUIDA
 NEGATIVO - LIQUIDEZ

EVOLUÇÕES: POSITIVAS - MARGEM LÍQUIDA
 RENTABILIDADE DO ATIVO
 RENTABILIDADE DO PATR. LÍQUIDO MÉDIO

NEGATIVAS - ENDIVIDAMENTO
 LIQUIDEZ CORRENTE

3.8 - Caso prático Kanitz

Aplicaremos agora a metodologia desenvolvida por Kanitz em seu trabalho citado anteriormente - "Termômetro de Insolvência". Indicadores:

| | 87 | 88 | 89 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|
| | ----- | ----- | ----- |
| Rentabilidade do patrimônio | 0,07 | 0,07 | 0,11 |
| Índice de liquidez seca | 1,87 | 2,46 | 1,36 |
| Índice de liquidez geral | 1,44 | 1,36 | 0,79 |
| Índice de liquidez corrente | 3,09 | 2,86 | 1,95 |
| Índice de endividamento | 0,19 | 0,21 | 0,54 |

Aplicando a fórmula desenvolvida por Kanitz, temos que os fatores de insolvência para os anos de 87, 88 e 89 são:

$$Fi = (0,05 \times R) + (1,65 \times LG) + (3,55 \times LS) - [(1,06 \times 1c) + (0,33 \times E)]$$

$$Fi87 = 5,68$$

$$Fi88 = 7,88$$

$$Fi89 = 3,92$$

O fator de insolvência de 88 apresentou sensível melhora em relação a 87. Entretanto, em 89 apresentou queda significativa em função de um aumento do endividamento a longo prazo.

3.9 - Conclusões

Todos os métodos de análise econômico-financeiros têm em comum o fato de , com maior ou menor ênfase, se utilizarem da análise dos demonstrativos contábeis das empresas. Entretanto, como já foi dito, o enfoque da análise vai depender do objetivo e riscos envolvidos.

Outro ponto em comum entre as diferentes metodologias, é o fato de que todas fazem análises verticais e horizontais dos demonstrativos contábeis. A análise horizontal é um instrumento muito importante que evidencia a evolução dos valores. Apenas a análise da tendência das três últimas demonstrações financeiras de uma determinada empresa, já fornece conclusões preliminares importantes.

Vale destacar, ademais, a preocupação com a veracidade das informações contidas nos demonstrativos contábeis. Desta maneira é de suma importância o fato de um balanço ser auditado por auditoria independente reconhecida, uma vez que a base de avaliação é confiável.

Deve-se ressaltar a importância de se trazer todos os demonstrativos contábeis para uma mesma unidade monetária, a fim de se efetuar a comparação com valores monetários de mesmo poder aquisitivo. Essa necessidade é maior principalmente nos países de intensa desvalorização monetária. Uma das alternativas é fazer a comparação dos valores convertida em moeda forte, dólar por exemplo. De outro modo, pode-se efetuar a conversão dos valores através de um indexador que reflita adequadamente a variação monetária em um determinado período.

Já a análise vertical é importante para mostrar como está a estrutura financeira da empresa, e, além disso, como foi sua evolução comparativamente aos anos anteriores.

Por último ressalte-se a análise sempre presente dos indicadores financeiros. Enquanto, algumas metodologias de análise utilizam-se de alguns poucos indicadores, outras utilizam-se de um número maior. Entretanto, alguns indicadores de liquidez e endividamento são utilizados pela maioria das metodologias citadas neste trabalho. O fato é que a análise dos indicadores tem presença assegurada, qualquer que seja o objetivo da análise.

Se, por um lado a análise dos indicadores está sempre presente, por outro, são nos próprios indicadores que começam as diferenças entre as análises. Como já foi dito, o número de indicadores utilizados varia para cada tipo de análise.

A análise econômico-financeira teve seu início no final do século passado e início deste, quando os bancos comerciais passaram a fazer a análise das empresas para fins de concessão de crédito. A partir daí, a análise econômico-financeira foi se desenvolvendo e ampliando seu campo de atuação. O movimento que se observa a partir daí é a especialização da análise econômico-financeira, conforme os objetivos dos interessados.

A análise das diversas metodologias de análise econômico-financeiras utilizadas permite-nos concluir que não existe um método de análise que possa ser considerado como padrão para os diversos fins. A metodologia de análise a ser empregada vai depender diretamente do objetivo que se deseja atingir. Para cada uma existe uma ou mais metodologias empregadas. E, além disso, para a mesma metodologia poderá haver diferentes enfoques, uma vez que a profundidade da análise vai depender do risco envolvido.

Vale lembrar aqui, a necessidade cada vez maior de informações complementares aos demonstrativos contábeis e mesmo de maior clareza nas informações e termos utilizados. Isso fará com que um número maior de pessoas consigam interpretá-los, uma vez que a finalidade original desses demonstrativos é a informação.

Finalmente, é importante também lembrar a importância da busca do entendimento das relações e lógicas que regulam as análises econômico-financeiras de modo geral. Nesse sentido, este trabalho é apenas um primeiro passo na busca desse ideal.

BIBLIOGRAFIA

Iudícibus, Sérgio de - "Análise de Balanços" - São Paulo: Atlas
1988.

Kanitz, Stephen - "Como Prever a Falência de Empresas" in
Revista Exame, Dez.1974.

Kanitz, Stephen - "Indicadores Contábeis e Financeiros de
Previsão de Insolvência: A Experiência na Pequena
e Média Empresa Brasileira" - Dissertação de
Mestrado/FEA USP - São Paulo, 1976.

Leite, Hélio de Paula - "Contabilidade para Administradores"
São Paulo: Atlas, 1988 - Vol. 1 e 2.

Matarazzo, Dante Carmine - "Análise Financeira de Empresas:
Abordagem Básica" - São Paulo: Atlas, 1987.

Matarazzo, Dante Carmine - "Análise Financeira de Empresas:
Abordagem Gerencial" - São Paulo: Atlas, 1987.

Membros da Comissão de Crédito da FEBRABAN - "Manual de
Política e Processo Decisório de Crédito" -
nº 13 - Inst. Brasil. de Ciência Bancária (IBCB)
São Paulo.

Rodrigues, Domingos Gouveia - "Análise do Desempenho das
Companhias Abertas" - in periódico SINFORMEC,
IBMEC, São Paulo.

Técnicos do BNDES - "Projetos Industriais - Normas e Instruções
para Apresentação de Projetos Industriais" -
BNDES : Rio de Janeiro, Jan.1986.