

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Felipe Gomes de Oliveira Brum

**O Impacto da Variação Cambial nos Indicadores Financeiros de Sociedades Anônimas:
uma comparação entre a Gol Linhas Aéreas S.A. e a Suzano Papel e Celulose S.A.**

**PORTO ALEGRE
2016**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Felipe Gomes de Oliveira Brum

**O Impacto da Variação Cambial nos Indicadores Financeiros de Sociedades Anônimas:
uma comparação entre a Gol Linhas Aéreas S.A. e a Suzano Papel e Celulose S.A.**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Roberto Lamb

**PORTO ALEGRE
2016**

RESUMO

Este trabalho analisa o comportamento dos indicadores financeiros da GOL Linhas Aéreas S.A. e da Suzano Papel e Celulose S.A. em relação à variação cambial do período entre os anos de 2004 e 2015. O trabalho procurou verificar se o comportamento dos indicadores destas duas empresas está em linha ou não com a visão acerca da variação cambial beneficiar ou prejudicar empresas exportadoras ou empresas importadoras – conforme a apreciação ou depreciação da moeda. Buscou-se embasamento na literatura sobre os indicadores financeiros mais relevantes e no impacto esperado da variação cambial sobre a economia e as empresas. Os dados foram obtidos no *software* Economática e utilizou-se análise de correlação. Verificaram-se convergências e não convergências dos indicadores de cada uma das empresas para com a variação cambial durante o período analisado, em relação ao senso comum sobre como os indicadores deveriam se comportar com a variação cambial vigente. Por fim, identificou-se quais indicadores estão mais de acordo com o comumente esperado e quais não.

Palavras-Chave: Taxa de Câmbio, Indicadores Financeiros, GOL Linhas Aéreas S.A., Suzano Papel e Celulose S.A.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Taxa de câmbio R\$/USD entre Julho/1994 e Fevereiro/1999	33
Gráfico 2 - Taxa de câmbio R\$/USD entre Março/1999 e Junho/2004	35
Gráfico 3 - Taxa de Câmbio R\$/USD entre Julho/2004 e Dezembro/2015	36
Gráfico 4 - Capacidade de Produção de Papel e Celulose da Suzano (em milhões de toneladas)	41
Gráfico 5 - Cotação SUZB5 (em reais)	42
Tabela 1 - Produção Total, Produção Suzano (em milhões de toneladas) e Participação de Mercado	43
Tabela 2 - Crescimento Operacional 2001 - 2004	44
Gráfico 6 - Cotação GOLL4 (em reais)	45
Tabela 3 - Total de Passageiros, Passageiros pela GOL e Participação de Mercado	48
Gráfico 7 - Dívida Bruta x Dívida Líquida (em bilhões de reais) e Taxa de Câmbio	49
Gráfico 8 - Dívida Bruta pelo Ativo Total (em %) e Taxa de Câmbio	50
Gráfico 9 - Exigível Total sobre Ativo Total (em %) e Taxa de Câmbio	52
Gráfico 10 - Exigível Total sobre Receita (em %) e Taxa de Câmbio	53
Gráfico 11 - Liquidez Imediata (em unidades) e Taxa de Câmbio	56
Gráfico 12 - Liquidez Corrente (em unidades) e Taxa de Câmbio	60
Gráfico 13 - Liquidez Seca (em unidades) e Taxa de Câmbio	62
Gráfico 14 - Liquidez Geral (em unidades) e Taxa de Câmbio	63
Gráfico 15 – GOL: Liquidez Geral x Corrente x Seca x Imediata (em unidades) e Taxa de Câmbio	64
Gráfico 16 - Suzano: Liquidez Geral x Corrente x Seca x Imediata (em unidades) e Taxa de Câmbio	65
Gráfico 17 - Retorno do Patrimônio Líquido (em %) e Taxa de Câmbio	67
Gráfico 18 - Margem Bruta (em %) e Taxa de Câmbio	69
Gráfico 19 - Margem Operacional (em %) e Taxa de Câmbio	71
Gráfico 20 - Margem EBITDA (em %) e Taxa de Câmbio	73
Gráfico 21 - EBITDA (em bilhões de reais) e Taxa de Câmbio	74
Gráfico 22 - Margem Líquida (em %) e Taxa de Câmbio	75
Gráfico 23 - Preço por Lucro (em unidades) e Taxa de Câmbio	77
Gráfico 24 - Lucro por Ação (em reais) e Taxa de Câmbio	79
Gráfico 25 - Dividend Yield (em %) e Taxa de Câmbio	81
Gráfico 26 - Pay-Out (em %) e Taxa de Câmbio	82

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	5
1.1 PROBLEMATIZAÇÃO	5
1.2 OBJETIVOS	7
1.2.1 Objetivo Geral	7
1.2.2 Objetivos Específicos.....	7
1.3 JUSTIFICATIVA	8
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	10
2.1 TAXA DE CÂMBIO.....	10
2.1.1 Tipos de Taxa de Câmbio	11
2.1.2 Determinantes da Taxa de Câmbio.....	13
2.1.3 Consequências da Oscilação da Taxa de Câmbio.....	15
2.2 INDICADORES FINANCEIROS	16
2.2.1 Indicadores de Estrutura de Capital	16
2.2.1.1 Composição do Endividamento	17
2.2.1.2 Endividamento Total	17
2.2.1.3 Imobilização dos Recursos Permanentes.....	18
2.2.2 Indicadores de Liquidez.....	19
2.2.2.1 Liquidez Imediata	19
2.2.2.2 Liquidez Corrente	20
2.2.2.3 Liquidez Seca	20
2.2.2.4 Liquidez Geral	21
2.2.3 Indicadores de Rentabilidade	22
2.2.3.1 Retorno sobre o Patrimônio Líquido	22
2.2.3.2 Margem Bruta, Operacional e Líquida	23
2.2.4 Indicadores de Valor de Mercado	24
2.2.4.1 Índice de Preço/Lucro.....	24
2.2.4.2 Índice de Preço/Fluxo de Caixa.....	25
2.2.4.3 Índice de Valor de Mercado/Valor Contábil	26
2.2.4.4 Valor dos Dividendos	27
2.2.4.5 Índice de <i>Pay-out</i>	27
3. METODOLOGIA	28
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	28

3.2 MÉTODO DE PESQUISA.....	28
3.3 UNIVERSO E AMOSTRA	29
3.4 ANÁLISE DOS DADOS	30
4. ANÁLISE DOS DADOS	32
4.1 A TAXA DE CÂMBIO REAL / DÓLAR NO PERÍODO 2004 – 2015	32
4.1.1 Justificativa do Período de Análise	32
4.1.2. Comportamento da Taxa de Câmbio no Período de 2004 a 2015.....	35
4.2 A RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE CÂMBIO E O DESEMPENHO DAS AÇÕES DA SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. E DA GOL LINHAS AÉREAS S.A.	39
4.2.1 História da Suzano Papel e Celulose S.A.....	39
4.2.2 Desempenho do Setor de Papel e Celulose entre 2004 e 2015.....	43
4.2.3 História da Gol Linhas Aéreas S.A.	44
4.2.4 Desempenho do Setor de Aviação Comercial entre 2004 e 2015.....	47
4.2.5 Indicadores de Estrutura de Capital	48
4.2.5.1 Dívida Bruta e Dívida Líquida	48
4.2.5.2 Dívida Bruta pelo Ativo Total	50
4.2.5.3 Exigível Total sobre Ativo Total	51
4.2.5.4 Exigível Total sobre a Receita.....	52
4.2.5.5 Composição do Endividamento e Imobilização dos Recursos Permanentes	54
4.2.6 Indicadores de Liquidez Financeira	55
4.2.6.1 Liquidez Imediata	55
4.2.6.2 Liquidez Corrente	59
4.2.6.3 Liquidez Seca	61
4.2.6.4 Liquidez Geral	62
4.2.6.5 Liquidez Geral x Corrente x Seca x Imediata.....	64
4.2.7 Indicadores de Rentabilidade.....	66
4.2.7.1 Retorno do Patrimônio Líquido	66
4.2.7.2 Margem Bruta.....	68
4.2.7.3 Margem Operacional	70
4.2.7.4 Margem EBITDA	72
4.2.7.5 EBITDA	73
4.2.7.6 Margem Líquida	75
4.2.8 Indicadores de Valor de Mercado.....	76
4.2.8.1 Preço por Lucro	76
4.2.8.2 Lucro por Ação.....	78

4.2.8.3 Retorno em Dividendos	80
4.2.8.4 <i>Pay-Out</i>	81
4.2.8.5 Preço por Fluxo de Caixa e Valor de Mercado pelo Valor Contábil.....	83
5. CONCLUSÃO	85
REFERÊNCIAS	91
ANEXO A – DIFERENÇAS ENTRE OS ITENS CONTÁBEIS DO BALANÇO PATRIMONIAL SOBRE A LEI DAS S.A. E A IFRS	95

1. INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMATIZAÇÃO

No ano de 2014, comemorou-se vinte anos da estabilização monetária do Brasil através do Plano Real. Durante anos, os brasileiros conviveram com altas taxas de inflação e estagnação econômica que acarretaram a assim chamada Década Perdida – período entre 1980 e 1990 – e, por isso, o poder de compra da moeda brasileira é assunto de extrema importância para os brasileiros, até hoje. Alguns dos fatores que influenciam a inflação são a taxa básica de juros, o gasto público e a taxa de câmbio.

Através do Comitê de Política Monetária (COPOM), o Banco Central é capaz de utilizar a taxa básica de juros como uma alavanca elementar: aumenta-se a taxa de juros com o objetivo de frear a inflação ou diminui-se para estimular o crescimento, relaxando o controle sobre a inflação. Já o gasto público é realizado pelo Governo Federal e depende de pressões políticas e sociais, sendo a decisão de diminuir o endividamento responsável por auxiliar no controle da inflação. Entretanto, decisões de corte de gastos tendem a gerar inquietações desagradáveis para os políticos no comando o que torna a diminuição do gasto público algo inconveniente para os eleitos. Por fim, a taxa de câmbio tem um mecanismo de interferência semelhante ao da taxa básica de juros: o Banco Central vende dólares na expectativa de diminuir o seu valor e compra para obter o resultado contrário. Apesar disso, há diversas discordâncias em relação às consequências de se ter uma moeda valorizada ou desvalorizada.

Dentre estas três variáveis, a taxa de câmbio é a com menor capacidade de previsibilidade e capaz de influenciar radicalmente três grupos distintos: a população, o governo e as empresas. Dentre estes três grupos, aquele que tem menor conhecimento técnico sobre o assunto é a população, ou seja, os indivíduos do país. Estes, por se ocuparem com suas profissões diárias variadas, relacionamento familiar e lazer, tendem a não ser capazes de compreender a real influência da taxa de câmbio nas suas vidas, delegando esta responsabilidade para o governo. Entretanto, não é possível menosprezar as vontades deste grupo, pois são eles os consumidores das empresas e os eleitores dos políticos. Assim, é

possível verificar que, mesmo não sendo capazes de obter e processar todas as informações disponíveis, os indivíduos conseguem compreender quando os termos da economia estão favoráveis ou não. Em pesquisa divulgada pelo Instituto Análise (2010), 68% da população brasileira defendeu um real valorizado em relação ao dólar e um em cada quatro brasileiros acreditavam que a valorização da moeda nacional contribuía para a redução dos preços dos alimentos. Além disso, 35% entendiam que há mais benefícios com o real fortalecido, principalmente aos mais pobres.

Já o Governo, por outro lado, tende a obter mais vantagens com uma taxa de câmbio depreciada. Caso a moeda nacional se desvalorize, o Governo terá de encarar uma inflação maior, pois muito do que é consumido internamente é regido por preços internacionais. Com isso, a expansão de crédito do Governo através da Taxa SELIC se torna mais restrita, diminuindo sua influência na expansão da economia nacional. Como explicita Hayek:

Somente enquanto a preservação do valor internacional da moeda nacional for considerada uma necessidade indiscutível, como ocorre quando as taxas de câmbio são fixas, é que os políticos poderão resistir às constantes demandas por crédito barato, pela não subida das taxas de juros, por mais gastos com obras públicas e por aí vai (HAYEK, 1979, p. 9).

Além disso, uma moeda nacional valorizada tende a desequilibrar o balanço de pagamentos, ocorrendo, não raramente, déficits nesta conta. Assim, o Governo precisa utilizar das suas reservas internacionais para manter as importações e saldar seu déficit.

E as empresas? Elas são favoráveis ou desfavoráveis à valorização da moeda nacional? Opiniões distintas coexistem no cenário atual. Alguns economistas, como Bresser-Pereira (2011), defendem que a desvalorização da moeda é importante para a economia nacional, pois permite a inserção das empresas no comércio global, auxilia o superávit no balanço de pagamentos e traz dinheiro para o país, permitindo maiores investimentos, salários e recolhimento de tributos. Por outro lado, há defensores de uma valorização da moeda, pois entendem que, com isso, as empresas poderiam realizar investimentos mais baratos através da importação de maquinários e matérias-primas, seus produtos se tornariam mais baratos no mercado nacional e o salário não seria pressionado pelo encarecimento do custo de vida.

Na tentativa de iluminar este debate, os indicadores financeiros de duas empresas distintas – uma com receita majoritariamente em dólar e custo em real e outra com receita majoritariamente em real e custo em dólar – serão analisados durante um período de onze anos para avaliar os impactos da taxa de câmbio nos seus resultados financeiros e se estes convergem ou divergem, acompanham, a variação cambial da mesma maneira ou não. A

distinção em termos de receitas e custos é feita para que se possa comparar empresas que, teoricamente, tem interesses opostos na valorização ou desvalorização cambial. A empresa com custos em moeda estrangeira e receita em moeda nacional escolhida foi a Gol Linhas Aéreas S.A., enquanto que a com custos em moeda nacional e receita em moeda estrangeira foi a Suzano Papel e Celulose S.A.. Pretendeu-se, portanto, através da análise de indicadores financeiros como estrutura de capital, liquidez e rentabilidade, identificar quando e como a taxa de câmbio afeta estas duas empresas distintas. Com isso, esperava-se poder responder a seguinte questão: De que forma a variação cambial influencia os indicadores de estrutura de capital, liquidez e rentabilidade da GOL Linhas Aéreas S.A. e da Suzano Papel e Celulose S.A. durante o período de 2004 a 2015?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

- Identificar convergências e não convergências no comportamento dos principais indicadores financeiros da Gol Linhas Aéreas S.A. e da Suzano Papel e Celulose S.A., como estrutura de capital, liquidez e rentabilidade, através da Análise Fundamentalista, em relação à taxa de câmbio R\$/USD entre os anos de 2004 e 2015.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar a variação cambial entre os anos de 2004 e 2015;

- Assinalar as variações preponderantes da taxa de câmbio, tanto de valorização como de desvalorização;
- Verificar o comportamento dos principais indicadores de estrutura de capital, liquidez e rentabilidade das empresas escolhidas;
- Apontar as variações dos indicadores financeiros convergentes ou divergentes com a flutuação da taxa de câmbio.

1.3 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho se justifica por dois âmbitos distintos: prático e teórico. O terceiro âmbito comumente inserido na justificativa, o metodológico, não se aplica a este trabalho, pois não haverá nenhuma inovação fundamental na forma de analisar as questões propostas nem a intenção de propor algo diferente. Portanto, este trabalho alia tanto o objetivo de aprofundamento teórico sobre o assunto pretendido pelo autor para fortalecer seus conhecimentos de macroeconomia e princípios financeiros das empresas, como o objetivo prático, pois poderá fornecer às empresas e aos agentes econômicos envolvidos neste processo um embasamento maior para a tomada de decisão financeira da empresa a partir da variação cambial.

Em termos teóricos, a temática e a abordagem escolhidas são devidos ao desejo de especialização na área financeira da administração em conjunto com conceitos econômicos. Devido ao perfil generalista do curso de Administração da UFRGS, torna-se, de certa forma, difícil a especialização dos alunos em tópicos mais pontuais, pois a oferta de cadeiras eletivas é restrita. Por isso, o autor compreende que sua escolha de assunto deveria ser pautada com base no seu interesse profissional futuro e numa possível continuidade da vida acadêmica após a graduação. Em outras palavras, os ramos de macroeconomia e finanças empresariais foram escolhidos tanto por, respectivamente, serem o *hobby* e a área de atuação profissional pretendida, permitindo a junção de tópicos distintos, mas complementares na formação do autor.

Na abordagem prática do trabalho, é possível identificar dois aspectos que formatam o tema de trabalho proposto: a unificação de uma variável macroeconômica com os indicadores financeiros das empresas e a utilização dos achados da pesquisa no planejamento financeiro das empresas analisadas ou semelhantes. Em relação ao primeiro aspecto não foram encontradas muitas pesquisas direcionadas à influência de variações macroeconômicas nos resultados das empresas. É importante, claro, denotar que o baixo número de publicações que analisam esta relação pode se dar pelo fato de que a quantidade de variáveis é enorme e poderia haver certa dificuldade em correlacionar as alterações e as influências. Apesar disso, entende-se que o estudo da variação cambial pode ser uma contribuição em direção à avaliação dessas relações nos indicadores financeiros das empresas.

Por parte da utilização prática da pesquisa por empresas, deseja-se que o material tenha valor para os gestores financeiros, analistas de crédito e outros agentes financeiros e econômicos envolvidos no processo de administração financeira da empresa. Caso a percepção destes agentes em relação à influência da variação cambial sobre a sua empresa seja reforçada ou alterada devido às conclusões desta pesquisa, acredita-se que o objetivo principal terá sido cumprido.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 TAXA DE CÂMBIO

Para que agentes de um país possam comercializar com agentes de outro, faz-se necessária a existência de uma moeda de aceitação de ambas as partes, o que faz necessário o conhecimento da relação entre os valores das moedas nacionais. É o que se chama taxa de câmbio, definida por Brigham e Ehrhardt (2012, p.682) como sendo a taxa que “especifica o número de unidades de uma determinada moeda que pode ser comprado com uma unidade de outra moeda”. A forma mais usual de se utilizar a taxa de câmbio é a cotação direta, pois esta informa o número de unidades da moeda nacional por unidade de moeda estrangeira, ou seja, US\$ 1,00 pode ser comprado por R\$ 3,03 (ROSS et al., 2013).

A importância da taxa de câmbio para o comércio se dá na medida da sua variação em relação às outras moedas. A apreciação cambial é definida com o seguinte exemplo:

Suponha que o custo de uma libra em dólar fosse de \$ 1,4915. Se a demanda por libras aumentasse por conta de um déficit na balança comercial dos Estados Unidos com a Grã-Bretanha, o preço das libras poderia aumentar para \$ 2,5. Nessa situação, diríamos que a libra valorizou, pois seria possível comprar mais dólares com uma libra. Ou seja, uma libra valeria mais do que antes. Isso se chama apreciação cambial (BRIGHAM e EHRHARDT, 2012, p. 688).

No caso da depreciação cambial, a definição é a seguinte:

Por outro lado, o dólar depreciaria, pois seria possível comprar menos libras com um dólar (antes, um dólar comprava $1/1,4915 = 0,6705$ libra; contudo, posteriormente, compraria apenas $1/2,5 = 0,4$ libra). Isso se chama depreciação cambial. Repare que a libra mais cara eleva o preço das importações britânicas para os consumidores norte-americanos, o que reduziria as importações – e, conseqüentemente, a demanda por libras – até a taxa de câmbio atingir o equilíbrio (BRIGHAM e EHRHARDT, 2012, p. 688).

A variação cambial acarreta em outra condição para as empresas: o risco cambial. Afinal, conforme Brigham e Ehrhardt (2012), os lucros e o comércio podem ser impactados de forma intensa com as flutuações da taxa de câmbio. O exemplo anterior torna explícito como a variação cambial afeta a formação de preços. Com isso, os fluxos de caixa de uma empresa multinacional se tornam incertos com a volatilidade da taxa de câmbio em um sistema flutuante (BRIGHAM e EHRHARDT, 2012). Ou seja, quando os valores se alteram no

mercado internacional de moedas, o fluxo de caixa da empresa também sofre alterações e é isto que Brigham e Ehrhardt (2012) definem como risco cambial.

2.1.1 Tipos de Taxa de Câmbio

O mercado de câmbio é um dos mercados financeiros mais importantes da economia. É nele que ocorrem os investimentos ou financiamentos internacionais entre países e as operações de importação e exportação. A existência deste mercado se justificativa pelo fato de que as transações de mercadorias, serviços e ativos seriam inviáveis sem as transações entre moedas (CARVALHO, 2007). Em outras palavras, deve haver correspondência entre a compra ou venda de uma mercadoria, serviço ou ativo e a compra ou venda de moeda no mercado de câmbio.

À forma como o país desenvolve suas operações no mercado de câmbio, influenciando a taxa de câmbio, é dado o nome de regime cambial. Segundo Carvalho (2007, p. 44), “o regime cambial define a forma de atuar no mercado, bem como a forma pela qual a autoridade monetária do país emissor da moeda intervém nesse mercado”. Mas, para isso, não há nenhuma fórmula constante. Após diversas crises financeiras na década de 1990 – como as que ocorreram em países como México, Brasil, Rússia e Tigres Asiáticos -, a afirmação de Frankel (1999) de que não há um regime monetário que seja apropriado em todos os casos e para todas as nações, tende a ser consenso entre os economistas.

Segundo Carvalho (2007), há três regimes importantes para os sistemas cambiais: Taxa flexível de câmbio, taxa fixa de câmbio e meta para a taxa de câmbio. O primeiro tipo é regido pela lei da oferta e da procura, com a taxa de câmbio alterando-se conforme os atores econômicos requisitam ou disponibilizam divisas. Outros fatores, como os diferenciais de taxas de juros praticadas em nível internacional e variação nos níveis de preço também podem ser aspectos importantes na variação cambial (CARVALHO, 2007). Para Maia (2008), algumas características de um mercado de câmbio livre seriam: compra e venda de moedas estrangeiras liberada, presença do governo inexistente, taxas de câmbio são fixadas pelo mercado, permissão de abertura de contas com moeda estrangeira no próprio país e

manutenção de contas no exterior. Entretanto, países que não realizam nenhum tipo de intervenção cambial através de seus Bancos Centrais são raros de se encontrar e um mercado de câmbio livre só é encontrado hoje de forma “paralela”.

Já a taxa fixa de câmbio ocorre quando governos decidem definir uma taxa específica para a sua moeda, permitindo que o seu Banco Central se torne atuante no mercado de câmbio, ofertando e demandando divisas quando necessário (CARVALHO, 2007). Enquanto isso, o regime de metas cambiais, segundo Carvalho (2007, p. 45) ocorre quando “os países procuram ajustar suas políticas econômicas dentro de limites ou intervalos de valores que são previamente acordados”. Ambos os sistemas contam com uma interferência elevada do governo na taxa de câmbio, diferenciando-se apenas no fato de que na taxa fixa o governo atrela a sua moeda a uma moeda estrangeira, já no regime de metas cambiais há um consenso formado entre um maior número de países. As características de um mercado controlado são: restrição do mercado de câmbio por parte do governo, normas do governo definem a compra e venda de moeda estrangeira, restrições para o turismo no exterior, não é permitida a existência de contas em moedas estrangeiras no país e as taxas de compra e venda de moeda estrangeira nem sempre são baseadas nas necessidades econômicas, mas sim nas conveniências políticas do governo (Maia, 2008).

Conforme Carvalho (2007, p.21), há três grandes segmentos no mercado de câmbio, independentemente do tipo de regime adotado: as transações à vista, que implicam na entrega em dois dias úteis do valor transacionado; as transações a termo, que implicam na entrega não-imediata do valor transacionado; e as *swaps* de câmbio, que envolvem a compra e venda simultânea de duas moedas. Para a administração financeira de empresas, as transações a termo são mais valiosas e, segundo Ross *et al.* (2013, p. 750), “permite que empresas e pessoas físicas fixem hoje uma taxa de câmbio para uma data futura, eliminando assim qualquer risco de mudanças desfavoráveis na taxa de câmbio”.

2.1.2 Determinantes da Taxa de Câmbio

Combinando as análises de Carvalho (2007) e Klotze *et al.* (2007), é possível identificar cinco fatores principais que influenciam a taxa de câmbio: o regime cambial escolhido pelo país, o balanço de pagamentos, o diferencial de juros, o diferencial de crescimento e os riscos da conjuntura externa e interna. Os diferentes regimes cambiais existentes são, conforme Carvalho (2007): a taxa flexível de câmbio, a taxa fixa de câmbio e o regime de metas da taxa de câmbios. As diferenças e consequências destes regimes foram explicitadas no item 2.1.1.

A definição de balanço de pagamentos adotada pelo FMI (2007, p. 9) é: “balanço de pagamentos é o registro sistemático de todas as transações econômicas realizadas entre os residentes em determinado país e os residentes no resto do mundo, durante certo período, geralmente de um ano”. Em decorrência disso, caso o saldo seja positivo, haverá uma elevação no nível das reservas internacionais, já no caso de saldo negativo, há uma diminuição destas reservas (Carvalho, 2007). Para Klotze *et al.* (2007, p. 48), “quando um país possui expressivos saldos de balança comercial, que financiem as obrigações com o exterior, a confiança dos investidores estrangeiros nos fundamentos econômicos ficará mais sólida, elevando o montante de investimentos indiretos”. Além disso, Carvalho (2007) alerta para outros fatores que podem influenciar na relação entre oferta e procura da moeda. A procura da moeda aumenta devido aos importadores e às empresas que tenham parte dos seus negócios em moeda estrangeira. Já a oferta da moeda é influenciada pelos financiamentos e empréstimos do exterior para o país, pelos agentes que recebem investimentos estrangeiros diretos e pelos exportadores de bens e serviços.

Já a relação do diferencial de juros, conforme Klotze *et al.* (2007), não é apenas uma análise comparativa das taxas de juros de dois países, pois envolve também a estabilidade cambial, monetária e fiscal. “Por estabilidade cambial subentende-se a maior ou menor facilidade que uma nação terá ao enfrentar crises especulativas e/ou a diminuição do fluxo internacional de capitais” (KLOTZE *et al.*, 2007, p. 24). No quesito estabilidade monetária, segundo Klotze *et al.* (2007), encontra-se a capacidade de manutenção do nível de preços de uma economia pelo Banco Central, pois uma variação nos preços internos afeta o ajuste da taxa de câmbio.

Por fim, deve-se levar em consideração a capacidade do governo de um país de efetuar os pagamentos de seus compromissos através da geração de caixa pela arrecadação de receitas de impostos. Klotze *et al.* (2007, p. 24) afirma que, no caso brasileiro, “o superávit primário – definido como as receitas orçamentárias líquidas antes do pagamento de juros – é bastante visado por esse grupo de aplicadores”, pois é ele que demonstra a capacidade do governo do país em arcar com seus compromissos.

No caso do diferencial de crescimento, é possível verificar um “ciclo virtuoso”. O “ciclo virtuoso é definido da seguinte maneira:

Na medida em que o crescimento econômico e suas expectativas se consolidarem, mais valorizados ficarão os ativos em Bolsa das empresas locais, atraindo capital estrangeiro. No mesmo sentido, se um país estiver crescendo, a arrecadação de impostos aumentará e mais recursos terá o governo para honrar seus compromissos, entre os quais o pagamento de sua dívida. Com isso, a confiança dos investidores externos também aumentará, e estes aplicarão um montante maior em títulos públicos (KLOTZE *et al.*, 2007, p. 28).

A simples existência de um rumor no mercado favorável a uma economia é capaz de valorizar sua moeda estrangeira. Entretanto, conforme estas tendências vão se confirmando, o capital especulativo permanece no país e contribui para a apreciação da taxa de câmbio (KLOTZE *et al.*, 2007).

Por último, é necessário considerar os riscos conjunturais, tanto externo como internamente. Caso um investidor deseje colocar o seu dinheiro em algum país emergente, este deve atentar que, mesmo que o retorno possa ser maior, o risco também será, pois, estas economias tem maior dependência de capitais externos para fechar suas contas (KLOTZE *et al.*, 2007). De maneira geral, sempre que ocorrem incertezas no mercado global, os investidores tendem a alocar seu dinheiro em títulos de países desenvolvidos. Com isso, conforme Klotze *et al.* (2007), p. 38, “ocorrerá uma venda maciça de títulos emergentes, com consequente queda de preços e aumento de taxas. Em última instância, pode-se concluir que, quando a conjuntura externa se torna mais indefinida, o ajuste recairá sobre os países emergentes”.

2.1.3 Consequências da Oscilação da Taxa de Câmbio

Segundo Maia (2008), é possível exemplificar as consequências da variação cambial com o exemplo do comércio entre Brasil e Argentina no final da década de 1990. Enquanto o Real estava extremamente valorizado, as empresas argentinas conseguiam vender muito para o Brasil, causando déficits para o Brasil na balança comercial com a Argentina. Já quando o Brasil sofreu a maxidesvalorização da sua moeda em janeiro de 1999, a Argentina se sentiu prejudicada, pois já não tinha a mesma facilidade para inserir seus produtos na economia brasileira.

Este exemplo é bastante genérico e as implicações da valorização ou desvalorização da moeda são mais profundas do que a simples dificuldade de comércio entre dois países. Maia (2008) pontua que, caso ocorra uma valorização da moeda de forma permanente, os principais efeitos na economia serão, por um lado, a diminuição na exportação e do turismo do exterior para o país e, por outro lado, o estímulo à importação e ao turismo do país para o exterior. Já no caso da ocorrência de uma desvalorização cambial, os efeitos percebidos são a proteção do parque nacional produtivo da competição externa, permitindo que as empresas se acomodem e produzam com altos custos e baixa qualidade e, conforme Maia (2008, p. 146), “problemas financeiros para as empresas que levantaram empréstimos em moedas estrangeiras, isso porque o empréstimo ficará onerado pela correção cambial” e o aumento do custo dos insumos importados.

2.2 INDICADORES FINANCEIROS

2.2.1 Indicadores de Estrutura de Capital

Segundo Pinheiro (2014, p. 505), a estrutura de capital “corresponde ao conjunto das fontes de recursos que a empresa utiliza para financiar a aplicação de seus recursos”, podendo ser dividida em capital próprio e de terceiros. O capital próprio representa a obtenção de recursos com abertura de capital a novos sócios, aportes por parte dos sócios existentes e auto geração de recursos pela empresa através dos seus lucros (PINHEIRO, 2014). Pinheiro (2014) ressalta também que quanto mais capital próprio utilizado, maior a possibilidade de novas utilizações, pois um aumento de capital próprio melhora a estrutura de capitais através da diminuição do nível de endividamento, permitindo maior utilização de capital de terceiros.

O capital de terceiros, como o próprio nome já diz, é aquele oriundo de fontes que não sejam os sócios da empresa. Para Matarazzo (2010), capitais de terceiros devem ser utilizados quando o seu custo (no caso de empresas tributadas pelo lucro real, o custo de dívidas financeiras deve ser o custo líquido de tributos sobre a renda da pessoa jurídica) for inferior à taxa de retorno do ativo. Pinheiro (2014) salienta que:

Esse capital, normalmente, gera custo financeiro para a empresa, e quanto maior for sua utilização, menor será a possibilidade de novas utilizações. Esse fato ocorre em função do endividamento que é gerado com sua utilização e conseqüente redução da capacidade de aumento do mesmo, o que leva a uma restrição à obtenção de novos recursos por meio dessa fonte (PINHEIRO, 2014, p. 505).

Brigham e Ehrhardt (2012) identificam três implicações sobre a forma que a empresa gerencia e utiliza o financiamento de dívida:

- a) Se os acionistas optarem por levantar recursos por meio de dívida, eles são capazes de garantir o controle da empresa sem a necessidade de efetuar investimentos;
- b) O retorno dos acionistas será aumentado, ou alavancado, se os investimentos financiados com dinheiro de terceiros retornarem mais do que a empresa paga de juros, porém os riscos também serão maiores;

- c) Para os credores, é importante verificar uma margem de segurança no patrimônio líquido, ou seja, uma proporção adequada de recursos fornecidos pelos proprietários. Quanto mais capital próprio, menor o risco para o credor.

2.2.1.1 Composição do Endividamento

Iudícibus (2013) define o indicador de Composição do Endividamento como o percentual das parcelas de endividamento com vencimento de curto prazo em relação ao Endividamento Total (endividamento de curto prazo mais endividamento de longo prazo). Como exemplo, o índice igual a 0,4, indica que 40% das exigibilidades devem ser pagas no próximo exercício (curto prazo) e o restante nos exercícios posteriores (PINHEIRO, 2014). Iudícibus (2013, p. 99) afirma que “a empresa em franca expansão deve procurar financiá-la, em grande parte, com endividamento de longo prazo”, pois, com isso, será possível ganhar “capacidade operacional adicional com a entrada em funcionamento dos novos equipamentos e outros recursos de produção” e tendo capacidade de amortizar suas dívidas. Logo, para uma empresa em franca expansão, um valor elevado para este índice pode ser sinal de alerta de problemas adiante.

$$\text{Composição do Endividamento} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Total}}$$

2.2.1.2 Endividamento Total

Conforme Ross *et al.* (2013), índices de solvência de longo prazo verificam se a empresa é capaz de cumprir com suas obrigações de longo prazo e, no caso do Endividamento

Total, mais especificamente em relação às dívidas, a todos os vencimentos e a todos os credores. Para Brigham e Ehrhardt (2012, p. 93), a relação entre o total de passivos e o total de ativos “mede a porcentagem de fundos gerados pelos passivos circulantes e dívidas de longo prazo”. Na interpretação dos mercados, os credores darão preferência para endividamentos mais baixos, pois quanto menor o índice, maior a proteção que eles terão contra prejuízos (BRIGHAM e EHRHARDT, 2012).

$$\text{Endividamento Total} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$$

2.2.1.3 Imobilização dos Recursos Permanentes

O índice “Imobilização dos Recursos Permanentes” identifica o grau de imobilização dos recursos de terceiros de longo prazo e os próprios da empresa, permitindo verificar qual a parcela das contas de longo prazo que financia o Ativo Permanente (PINHEIRO, 2014). Matarazzo (2010) afirma que este índice não deve ser superior a 100%, pois deve sempre existir um excedente de recursos para se destinar ao Ativo Circulante. Um exemplo prático do resultado que pode ser encontrado é que:

Se esse índice for igual a 0,6, significará que 60% do capital permanente estão alocados ao ativo permanente, estando o resto (40%) financiando o circulante e o realizável a longo prazo. Se o índice apresentar um resultado maior que 1 (100%), indica que o Patrimônio Líquido e o Exigível a Longo Prazo não são suficientes para cobrar o Ativo Permanente. Nesse caso, conclui-se que o Passivo Circulante está financiando uma parte dos investimentos permanentes da empresa (PINHEIRO, 2014, p. 507).

Imobilização dos Recursos Permanentes

$$= \frac{\text{Investimentos} + \text{Imobilizado} + \text{Intangível} + \text{Diferido}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo Não Circulante}}$$

2.2.2 Indicadores de Liquidez

Interpreta-se a liquidez de uma empresa como o seu grau de capacidade, em determinado momento, de efetuar o pagamento de seus compromissos de curto prazo através da realização de seus Ativos Circulantes (PINHEIRO, 2014). Por isso, Ross *et al.* (2013) afirma que, para os gestores financeiros, compreender os indicadores de liquidez é fundamental, pois lidam constantemente com bancos e outros provedores de financiamentos de curto prazo. Estes indicadores medem a solidez da base financeira da empresa através do confronto dos Ativos Circulantes com as Dívidas (MATARAZZO, 2010). Ross *et al.* (2013) ressalta que, para os credores de curto prazo, os indicadores de liquidez são muito importantes. Pinheiro (2014, p. 502) afirma que “a gestão da liquidez da empresa busca o equilíbrio entre os prazos das dívidas com os prazos dos ativos, a fim de evitar sua insolvência”.

2.2.2.1 Liquidez Imediata

Iudícibus (2013) e Assaf Neto (2010) definem o indicador de Liquidez Imediata como a capacidade que a empresa tem de imediatamente saldar as dívidas de curto prazo. Pinheiro (2014, p. 503) exemplifica ao informar que o indicador representa “quantos R\$ existem em disponibilidades para pagar cada R\$ de dívidas a curto prazo”. Entretanto, Iudícibus (2013) alerta para o fato de que dinheiro ocioso disponível no caixa perde valor quando se enfrenta períodos de inflação e Assaf Neto (2010, p. 163) reforça o conceito de Iudícibus afirmando que este indicador “é normalmente baixo pelo pouco interesse das empresas em manter recursos monetários em caixa, ativo operacionalmente de reduzida rentabilidade”.

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Caixa e Equivalentes de Caixa}}{\text{Passivo Circulante}}$$

2.2.2.2 Liquidez Corrente

O indicador de Liquidez Corrente demonstra quanto se dispõem de ativos imediatamente disponíveis e conversíveis em curto prazo em dinheiro, em contrapartida às dívidas de curto prazo (IUDÍCIBUS, 2013). Ross *et al.* (2013) identifica que:

Para um credor – especialmente um de curto prazo, como um fornecedor – quanto maior o índice de liquidez corrente melhor. Para a empresa, um índice de liquidez corrente alto indica liquidez, mas também pode indicar um uso ineficiente do caixa e de outros ativos de curto prazo (ROSS *et al.*, 2013, p. 61).

Pinheiro (2014) explana o motivo de um índice de liquidez corrente alto não ser bom para a empresa: na perspectiva do acionista, uma liquidez corrente alta pode significar que a empresa não tem investimentos significativos, ou seja, repousa seu dinheiro em ativos não produtivos, como títulos negociáveis e caixa. Outro motivo, conforme explica Pinheiro (2014), pode ser “a possibilidade de que um alto índice de liquidez corrente seja causado por grandes volumes de estoques, que poderão tornar-se obsoletos antes de serem vendidos”.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

2.2.2.3 Liquidez Seca

A Liquidez Seca se refere à porcentagem das dívidas de curto prazo com possibilidade de serem quitadas com a utilização de itens de maior liquidez do ativo circulante (ASSAF NETO, 2010). Pinheiro (2014) diz que a Liquidez Seca é um índice mais severo que a Liquidez Corrente, pois supõem que só será possível liquidar os compromissos de curto prazo com duplicatas a receber e disponibilidades, sem levar em conta os Estoques. Ross *et al.* (2013) exemplifica o motivo de os Estoques serem deixados de lado neste indicador:

Em geral, o estoque é o ativo circulante menos líquido. Ele também é o que tem valores contábeis menos confiáveis como medidas do valor de mercado, porque a

qualidade do estoque não é considerada. Parte do estoque pode ser danificada, tornar-se obsoleta ou se perder com o tempo. Para sermos mais exatos, estoques relativamente grandes quase sempre são um sinal de problemas no curto prazo. A empresa pode ter superestimado as vendas ou comprado, ou produzido, em excesso. Nesses casos, ela terá uma parte substancial de sua liquidez presa em estoques de movimentação lenta (ROSS *et al.*, 2013, p. 62)

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

2.2.2.4 Liquidez Geral

Para Iudícibus (2013), este indicador auxilia a detectar a saúde financeira de longo prazo da empresa, apesar de que, assim como os outros indicadores de liquidez, carece de uma informação sobre os prazos dos recebimentos e vencimentos. Apesar disso, conforme Assaf Neto (2010, p. 164), a Liquidez Geral é utilizada “como uma medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, revelando sua capacidade de saldar todos os seus compromissos”. Sua forma de leitura é na avaliação de quanto há de direitos e haveres no ativo circulante e no realizável a longo prazo para cada valor unitário na dívida da empresa (ASSAF NETO, 2010).

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$$

2.2.3 Indicadores de Rentabilidade

Os Indicadores de Rentabilidade buscam mensurar a capacidade da empresa de gerar resultado a partir do capital investido (PINHEIRO, 2014). Entretanto, Iudícibus (2013, p. 105) alerta para a necessidade de “relacionar um lucro de um empreendimento com algum valor que expresse a dimensão relativa do mesmo, para analisar quão bem se saiu a empresa em determinado período”. Além disso, dependendo do objetivo, variantes diferentes de lucro - como lucro operacional e lucro líquido - podem ser utilizadas, necessitando apenas verificar se o conceito usado no numerador é compatível com o do denominador (IUDÍCIBUS, 2013). Pinheiro (2014, p. 515) salienta que as preocupações ao analisar o retorno devem ser:

- a) Qual é a real capacidade de geração de lucro da empresa?
- b) Como vem evoluindo essa capacidade durante o período analisado?
- c) Como a margem de lucro e o giro dos ativos influenciaram o retorno da empresa?
- d) Quais as causas para as variações nas margens de lucro?

Por fim, Reis¹ (apud Pinheiro, 2014) afirma que é importante considerar três pontos de vista distintos na análise: o dos credores, o dos administradores e o dos empresários ou investidores.

2.2.3.1 Retorno sobre o Patrimônio Líquido

O retorno sobre os recursos próprios investidos na empresa é crucial para os acionistas, pois influencia a médio e longo prazo o valor de mercado das ações (PINHEIRO, 2014). Apesar de ser uma medida contábil, Matarazzo (2010) afirma que esta pode ser comparada com outros rendimentos alternativos para avaliar a rentabilidade da empresa como Caderneta de Poupança, CDBs, Ações, etc. Iudícibus (2013, p. 111) ressalta que “a principal tarefa da administração financeira ainda é a de maximizar o valor de mercado para o

¹ REIS, Arnaldo Carlos de Rezende. **Análise de Balanços**. São Paulo: Saraiva, 1993.

possuidor das ações e estabelecer um fluxo de dividendos compensador”. Para Ross (2013), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) é o verdadeiro medidor do desempenho do lucro, já que o objetivo da empresa é beneficiar os acionistas.

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

2.2.3.2 Margem Bruta, Operacional e Líquida

Para Pinheiro (2014), o cálculo das margens de lucro tem relação com os ganhos e o esforço para obtê-los, geralmente representando a produção de um bem em relação ao seu preço determinado. Iudícibus (2013, p. 106) ressalta que os indicadores de Margens Bruta, Operacional e Líquida “apesar dos esforços constantes para melhorá-lo, comprimindo despesas e aumentando a eficiência, apresenta-se baixo ou alto de acordo com o tipo de empreendimento”. São três os níveis de formação das margens definidos por Pinheiro (2014):

- a) Primeiro Nível – Margem Bruta: Eficiência da produção para absorver as despesas operacionais.
- b) Segundo Nível – Margem Operacional: Desempenho da empresa no desenvolvimento da sua atividade-fim em função dos valores utilizados.
- c) Terceiro Nível – Margem Líquida: Eficiência relativa a todas as fases do negócio da empresa na geração de lucro.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

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

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

2.2.4 Indicadores de Valor de Mercado

Os índices de valor de mercado auxiliam na medição do valor das ações de uma empresa em comparação com outra, pois relacionam o preço da ação com o valor patrimonial, fluxo de caixa, lucros e dividendos por ação (BRIGHAM e EHRHARDT, 2012). Pinheiro (2014, p. 542) sintetiza o conceito ao afirmar que “o valor da empresa é estimado a partir da média dos múltiplos observados em empresas semelhantes aplicados aos dados da empresa (valores dos demonstrativos financeiros)”. A importância central destes indicadores, segundo Pinheiro (2014), está no fato de que eles auxiliam a encontrar ativos baratos ou caros em comparação com outros ativos similares que estejam sendo negociados no momento.

2.2.4.1 Índice de Preço/Lucro

Brigham e Ehrhardt (2012, p. 99) afirmam que “o índice preço/lucro mostra quanto os investidores estão dispostos a pagar por real de lucros reportados. Ross *et al.* (2013, p. 69) afirma que “como o índice P/L mede o quanto os investidores estão dispostos a pagar por real de lucro corrente, os P/Ls mais altos quase sempre significam que a empresa tem perspectivas significativas de crescimento”. E estes investidores pagam o preço pelo lucro da empresa, segundo Pinheiro (2014), porque é possível intuir que este indicador demonstra o número de anos que demorará para o investidor receber de volta seu investimento, ressaltando apenas que o indicador não considera o impacto do tempo no valor do dinheiro e nem que o total do

lucro líquido não é distribuído em forma de dividendos aos acionistas. Pinheiro (2014) alerta também para algumas características deste indicador:

- a) O Índice Preço/Lucro subentende que o Lucro se repetirá ano após ano, o que normalmente não ocorre;
- b) Não leva em consideração investimentos maciços que podem demorar a retornar em lucro;
- c) O lucro raramente retorna de forma total para o acionista.

$$\text{Preço/Lucro} = \frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Lucro por Ação}}$$

2.2.4.2 Índice de Preço/Fluxo de Caixa

A capacidade de uma empresa de gerar fluxos de caixa influencia na determinação dos preços das ações – sendo o fluxo de caixa definido como lucro líquido mais amortização e depreciação (BRIGHAM e EHRHARDT, 2012). Utiliza-se o fluxo de caixa no lugar do lucro, pois o primeiro elimina lançamentos contábeis que não representam movimentação de dinheiro, como as amortizações e depreciações (PINHEIRO, 2014). Portanto, Pinheiro (2014, p. 546) afirma que o índice de Preço/Fluxo de Caixa “indica o número de vezes que a bolsa de valores aceita pagar o valor financeiro de uma ação”.

$$\text{Preço/Fluxo de Caixa} = \frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Fluxo de Caixa por Ação}}$$

2.2.4.3 Índice de Valor de Mercado/Valor Contábil

Comparar o valor de mercado da empresa com o valor contábil traz à tona a valorização de mercado da empresa (PINHEIRO, 2014). Pinheiro (2014) exemplifica de forma prática o funcionamento deste índice, afirmando que:

Quando o valor de mercado é maior que o valor contábil, significa que a contabilidade não capta o que o mercado está descontando pelas expectativas; quer dizer, a empresa cria valor para os acionistas por tomar decisões estratégicas acertadas. Quanto maior é essa diferença, melhor é a opinião sobre a gestão e as expectativas existentes sobre essa empresa. Quanto mais baixo é o índice, mais barata ou atrativa é a empresa. As ações negociadas a preços abaixo do valor patrimonial geralmente são consideradas como oportunidade de compra enquanto aquelas negociadas a preços abaixo do valor patrimonial geralmente são consideradas como oportunidade de compra enquanto aquelas negociadas a preços acima do valor patrimonial são consideradas como oportunidade de venda (PINHEIRO, 2014, p. 547).

Ross *et al.* (2013, p.70) resume ao escrever que “de modo geral, o índice valor de mercado/valor contábil compara, portanto, o valor de mercado dos investimentos da empresa com seus custos”. Portanto, caso o indicador obtenha um valor inferior à um, é devido à incapacidade da empresa em gerar valor para seus acionistas (ROSS *et al.*, 2013). Para Brigham e Ehrhardt (2012), o cálculo deste indicador inicia ao se encontrar o Valor Patrimonial por Ação – Patrimônio Líquido dividido pelo número de Ações em Circulação – para depois calcular o índice Valor de Mercado/Valor Contábil, que é o Preço de Mercado por Ação dividido pelo Valor Patrimonial por Ação.

$$\text{Valor Patrimonial por Ação} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ações em Circulação}}$$

$$\text{Valor de Mercado/Valor Contábil} = \frac{\text{Preço de Mercado por Ação}}{\text{Valor Patrimonial por Ação}}$$

2.2.4.4 Valor dos Dividendos

O Valor dos Dividendos – ou *Dividend Yield* (DY), em inglês – é representação direta da rentabilidade recebida pelo acionista em determinado ano (PINHEIRO, 2014). Para Pinheiro (2014, p. 551), este indicador “explicita o quanto foi pago em dividendos, nos últimos 12 meses, expresso em porcentagem do preço atual da ação”. Além disso, Pinheiro (2014) também explica que a interpretação adequada deste indicador é que quanto mais alto o seu valor – ou seja, sua rentabilidade por dividendos –, melhor para o acionista.

$$DY = \frac{\text{Dividendo por Ação} + \text{Juros sobre Capital Próprio por Ação}}{\text{Preço por Ação}}$$

2.2.4.5 Índice de *Pay-out*

O índice *Pay-Out*, conforme Pinheiro (2014), é:

O índice de *Pay-Out* é o percentual do lucro líquido, apurado nos 12 meses anteriores à divulgação do último balanço, pago sob a forma de proventos. Ou seja, é a proporção do Lucro Líquido do exercício, distribuído sob a forma de proventos. Normalmente as empresas possuem em seus estatutos a proporção do seu lucro que é distribuído sob a forma de proventos (PINHEIRO, 2014, p.552).

Dependendo da estabilidade do fluxo operacional e de como as empresas desejam se apresentar como atrativas aos investidores, seu valor de *Pay-Out* será mais ou menos elevado – exemplos de *Pay-Out* elevados são os setores Elétrico, Saneamento e Telefonia Fixa (PINHEIRO, 2014).

$$\text{Pay} - \text{Out} = \frac{\text{Dividendos} + \text{Juros sobre Capital Próprio}}{\text{Lucro Líquido}}$$

3. METODOLOGIA

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O presente estudo é caracterizado como uma pesquisa explicativa, pois anseia compreender a relação entre a variação cambial e os indicadores financeiros com o objetivo de explicar seu comportamento. Segundo definição de Acevedo e Nohara (2007, p. 47), “a pesquisa explicativa, por sua vez, tem a finalidade de explicar por que o fenômeno ocorre, ou quais os fatores que causam ou contribuem para sua ocorrência”. Vergara (2007) também define a pesquisa explicativa pela mesma vertente, afirmando que seu principal objetivo é de tornar algo inteligível, ou seja, justificar os motivos do ocorrido, esclarecendo os fatores que contribuem para a ocorrência de determinado fenômeno.

Gil (2006, p. 44) também afirma que as pesquisas explicativas “têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”. Além disso, este é o tipo de pesquisa que explica a razão – o porquê das coisas -, aprofundando o conhecimento da realidade a partir de outra pesquisa descritiva que já tenha identificado os fatores que determinam o fenômeno (GIL, 2007). Ou seja, com base na fundamentação teórica extensa sobre indicadores financeiros e variação cambial, almeja-se explicar a relação destes fenômenos e o seu comportamento.

3.2 MÉTODO DE PESQUISA

Dois métodos foram escolhidos para compor a pesquisa: a investigação documental e o estudo de caso. Isto se deve pela necessidade de obter documentos históricos das empresas através de Balanços Patrimoniais e Demonstrações do Resultado de Exercício e do

comportamento da taxa de câmbio, relacionando-os entre si e comparando as alterações entre as empresas selecionadas.

Segundo Vergara (2007, p. 48), a “investigação documental é a realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas: registros, anais, regulamentos, circulares, ofícios, memorandos, balancetes, comunicações informais, filmes, microfilmes, fotografias, videoteipe, informações em disquete, diários, cartas pessoais e outros. Já para Gil (2006), o material da pesquisa documental também pode ser definido pelo fato de não ter recebido tratamento analítico ou poder ser reelaborado de acordo com os objetivos da pesquisa.

O segundo foi escolhido porque se caracteriza pela análise profunda de um objeto ou um grupo de objetos, podendo ser indivíduos ou organizações (ACEVEDO e NOHARA, 2007). Para Gil (2006, p. 72-73), o “estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado, tarefa praticamente impossível mediante os outros tipos de delineamentos considerados”. Gil (2006) ainda aborda os diferentes propósitos que uma pesquisa de estudo de caso pode ter:

- a) Explorar situações da vida real cujos limites não estão claramente definidos;
- b) Descrever a situação do contexto em que está sendo feita determinada investigação;
- c) Explicar as variáveis causais de determinado fenômeno em situações muito complexas que não possibilitam a utilização de levantamentos e experimentos.

3.3 UNIVERSO E AMOSTRA

O universo de uma pesquisa é definido como o conjunto de elementos que possuem determinadas características (GIL, 2006). Neste caso, podemos delimitar o universo como sendo todas as empresas de capital aberto, com atuação internacional e histórico de dados desde 2004. Definido o universo é necessário avaliar e selecionar a amostra que será utilizada para a realização da pesquisa.

Para Gil (2006, p. 100), uma amostra é o “subconjunto do universo ou da população, por meio do qual se estabelecem ou se estimam as características desse universo ou população. O tipo de amostra escolhida foi a por tipicidade, pois se constitui dos elementos escolhidos pelo pesquisador, através de profundo conhecimento da população, com o intuito de identificar elementos representativos da população-alvo (VERGARA, 2007). Nesta pesquisa, definiu-se as empresas GOL Linhas Aéreas S.A. e Suzano Papel e Celulose S.A. porque ambas têm histórico de dados suficiente, presença internacional – receitas e custos em moeda internacional ou nacional -, tamanho semelhante e capital aberto. A escolha do período entre 2004 e 2015 foi baseada na disponibilidade de dados de ambas as empresas e num ambiente de maior variação da taxa de câmbio do dólar.

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Yin (2005, p. 137) afirma que a “análise de dados consiste em examinar, categorizar, classificar em tabelas, testar ou, do contrário, recombina as evidências quantitativas e qualitativas para tratar as proposições iniciais de um estudo”. Gil (2006) complementa ao afirmar que o objetivo da análise é fornecer as respostas ao problema proposto na investigação através da organização e sumarização dos dados e que a interpretação almeja o sentido mais amplo das respostas, buscando efetuar ligação com conhecimentos anteriormente obtidos.

Nesta pesquisa, as séries históricas financeiras das empresas e da taxa de câmbio foram obtidas através do *software* Economática. Foi utilizado o Microsoft Excel para realizar análises de correlação, e a análise gráfica do comportamento dos indicadores financeiros, e da taxa de câmbio. Por fim, as séries analisadas foram comparadas e cruzadas para verificar as correlações e como a taxa de câmbio se relacionou aos indicadores financeiros de cada empresa.

O comportamento dos indicadores financeiros foi analisado em conjunto com a taxa de câmbio através do método estatístico de correlação. A Análise de Correlação tem por objetivo identificar a relação entre duas variáveis, quantificando o seu grau de relacionamento

(STEVENSON, 2001). Representada pelo símbolo r , a correlação apresenta, conforme Downing e Clark, (2000), resultados entre os valores de -1 até 1, sendo uma correlação próxima de zero indicativa de ausência de relacionamento linear entre as duas variáveis, enquanto que valores próximos de 1 ou -1 uma tendência de forte relacionamento linear entre as duas variáveis. Stevenson (2001) complementa ao afirmar que um relacionamento positivo (r com sinal positivo) indica valores altos de ambas as variáveis, enquanto que um relacionamento negativo (r com sinal negativo) indica valores altos de uma variável e baixos de outra. Um relacionamento num valor próximo de zero indica relação de valores altos com valores baixos e altos simultaneamente (STEVENSON, 2001). Entretanto, Freund (2006, p. 438) ressalta que há ciladas na interpretação do coeficiente de correlação e que “uma correlação forte não implica necessariamente uma relação de causa e efeito”.

4. ANÁLISE DOS DADOS

4.1 A TAXA DE CÂMBIO REAL / DÓLAR NO PERÍODO 2004 – 2015

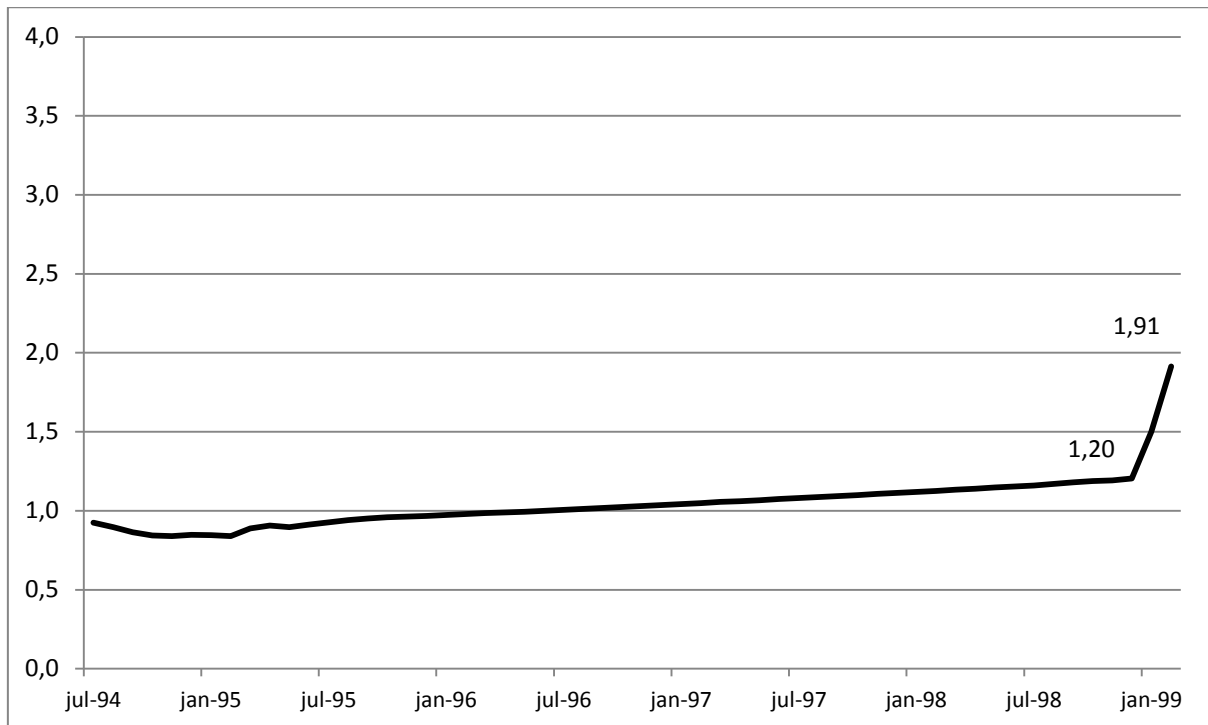
4.1.1 Justificativa do Período de Análise

Desde o Plano Real, desde 1994 o Brasil mantém uma relação da taxa de câmbio relativamente estável em relação ao dólar americano, dado que a hiperinflação, característica da década de 80 e início dos anos 90, foi extinta. Nesses últimos vinte anos, a série histórica foi influenciada por diversos fatores econômicos, políticos e sociais que se traduziram nos mais variados cenários para a tomada de decisão de governos, empresas e cidadãos. Levando em consideração esses fatores, tornou-se necessário delimitar um período mais restrito de análise do que os vinte anos do Plano Real.

O primeiro corte inclui o espaço temporal entre Julho de 1994 e 13 de Janeiro de 1999. Desde o início do Plano Real no dia 1 de Julho de 1994 até o dia 13 de Janeiro de 1999, o governo brasileiro, através do Banco Central, manteve controle sobre a taxa de câmbio, estipulando “bandas cambiais” ao delimitar um piso e um teto para a taxa de câmbio. Não se deve, entretanto, entender isto como um “câmbio fixo”. Como é possível observar no Gráfico 1, existia uma flutuação diária da taxa de câmbio², determinada tanto pelo mercado como pelo BACEN.

² O valor da taxa de câmbio utilizado é referente a taxa de fechamento do mês.

Gráfico 1 - Taxa de câmbio R\$/USD entre Julho/1994 e Fevereiro/1999



Fonte: IPEA Data

Em razão dessas determinações do Banco Central, as projeções de variação da taxa de câmbio não eram um fator de alto risco no imaginário das empresas. Dado que existia uma “banda cambial” delimitada pelo BACEN, a utilização de instrumentos financeiros ou planejamentos de cenários para avaliar o impacto de uma possível alta ou baixa abrupta da taxa de câmbio não era de essencial importância. Com isso, não se observa uma necessidade de analisar o comportamento das empresas e o impacto que a taxa de câmbio teve nos seus resultados financeiros, dado que a previsibilidade era alta nesse período. O marco final desse período é o dia 13 de Janeiro 1999, data em que o Banco Central optou por não mais controlar a taxa de câmbio, permitindo a flutuação livre do mesmo e acarretando no episódio conhecido como Maxidesvalorização do Real, com a moeda atingindo uma alta histórica, na ocasião, de R\$ 1,91.

O segundo corte inclui o espaço temporal entre 13 de Janeiro de 1999 até 25 de Junho de 2004. O motivo principal é a inexistência da empresa Gol Linhas Aéreas S.A. durante uma parcela desse período e a necessidade de utilizar os dados referentes ao início da comercialização dos papéis em bolsa. Durante esses anos, a taxa de câmbio viu-se sem as amarras do Banco Central, enquanto que o governo brasileiro estipulava o tripé macroeconômico: câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário. A partir de então,

o câmbio se tornou mais livre para flutuar conforme a oferta e demanda do mercado, com intervenções pontuais do BACEN. Com isso, as empresas se viram obrigadas a entender melhor a dinâmica da taxa de câmbio e quais instrumentos elas poderiam utilizar para melhor gerenciar e planejar suas necessidades financeiras. Em outras palavras, deu-se início a uma era em que o planejamento financeiro, especialmente com relação a taxa de câmbio, era de suma importância para as empresas. Portanto, o cenário já é propício para o estudo aqui proposto, mas não será levado em consideração dado que a fundação da Gol Linhas Aéreas S.A. só ocorreu em 15 de Janeiro de 2001 e sua entrada na Bolsa de Valores no dia 25 de Junho de 2004 (ROQUE, 2012; GOL, 2016).

Além da adoção do tripé macroeconômico, dois acontecimentos históricos devem ser destacados para entendimento da situação em que a taxa de câmbio se apresentava no ano de 2003. Entre os meses de Julho de 2001 e Fevereiro de 2002, o Brasil sofreu com uma crise de abastecimento de energia elétrica. Apesar de não ter causado um impacto direto na Taxa de Câmbio, essa insegurança no fornecimento de energia se transformou em uma insegurança nos mercados e nos investimentos das empresas. Para completar o panorama de incertezas, ao final de 2002 ocorreu a quarta eleição presidencial brasileira após a redemocratização. Disputada entre um candidato de sucessão ao governo então no poder e um de reconhecida oposição em termos econômicos e políticos, a eleição se tornou uma fonte de grandes turbulências que atingiram o Brasil, com a taxa de câmbio fechando o mês de outubro no patamar de R\$ 3,81 como mostra o Gráfico 2.

Gráfico 2 - Taxa de câmbio R\$/USD entre Março/1999 e Junho/2004



Fonte: IPEA Data

Com o intuito de acalmar os mercados e aplacar a insegurança, o candidato vitorioso das eleições emitiu uma carta ao povo brasileiro reafirmando o seu compromisso com a política econômica do Plano Real e do tripé econômico e nomeou uma equipe econômica reconhecida no mercado para chefiar o Banco Central e o Ministério da Fazenda. Após essas medidas e o primeiro ano de governo, a taxa de câmbio já se encontrava em um patamar de R\$ 2,92 – patamar alto se comparado aos primeiros anos do Plano Real, mas bem abaixo do valor praticado perto das eleições.

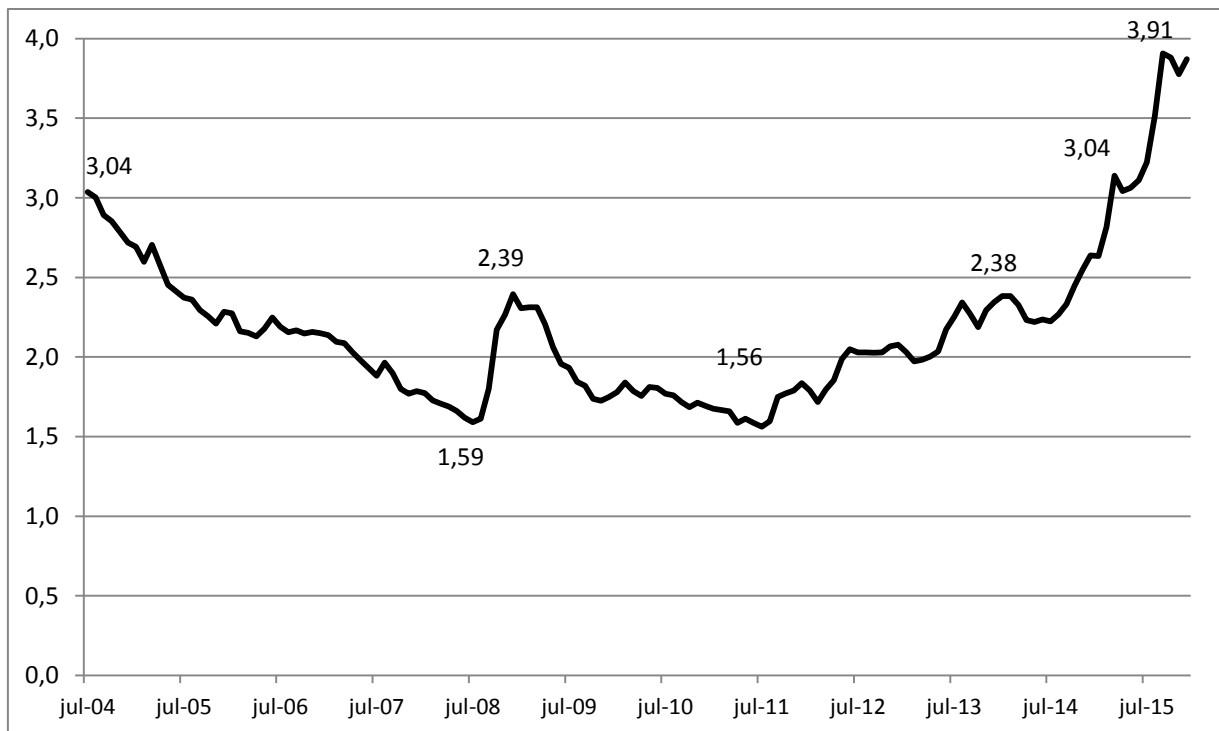
4.1.2. Comportamento da Taxa de Câmbio no Período de 2004 a 2015

A partir do momento em que o Banco Central deixou de interferir na taxa de câmbio através das bandas cambiais, esta começou a variar conforme as interações de mercado,

principalmente no que tange ao cenário econômico e político nacional e internacional. É importante salientar que o BACEN não deixou de participar do mercado de dólar com o intuito de favorecer o câmbio conforme suas intenções, apenas diminuiu o seu grau de intervenção e sem contar com uma taxa previamente definida.

No período de doze anos que será considerado para análise, é possível verificar que a taxa de câmbio teve um comportamento bastante variado, com apreciações e depreciações tanto repentinas como mais progressivas. No Gráfico 3 é possível visualizar este comportamento e identificar alguns momentos importantes desse período.

Gráfico 3 - Taxa de Câmbio R\$/USD entre Julho/2004 e Dezembro/2015



Fonte: IPEA Data

Com isso, faz-se necessário registrar seis fatos determinantes para o comportamento da taxa de câmbio no período de 2004 a 2015 (ROQUE, 2016, 2015a, 2015b, 2014).

- 1) O início do superciclo das *commodities* em 2003, orientado pela crescente demanda da China e um aumento dos preços no mercado internacional;
- 2) O início das guerras do Afeganistão e do Iraque pelos Estados Unidos da América, causando desequilíbrios no orçamento americano e afugentando investidores do país;

- 3) Apreciação do Real frente ao dólar durante todo o período de 2004 até Setembro de 2008, partindo de um patamar de R\$ 3,04 em Julho de 2004 e atingindo R\$ 1,59 em Julho de 2008.
- 4) Desencadeamento da Crise Imobiliária americana em Setembro de 2008, gerando um efeito em cascata por todo o mundo e levando a uma apreciação vertiginosa do câmbio para R\$2,39 em Dezembro de 2008.
- 5) Em comparação com a América do Norte e a Europa, a recuperação brasileira é rápida, o que impulsiona a concentração de investimentos estrangeiros no país e empurra a taxa de câmbio a um piso de R\$ 1,56 em Julho de 2011.
- 6) A partir da retomada econômica dos Estados Unidos e do esgotamento da chamada “Nova Matriz Econômica” aplicada pelo governo brasileiro, as bases da economia brasileira se enfraquecem, esfacelando o poder de compra do Real e trazendo a taxa de câmbio para R\$ 2,38 em Janeiro de 2014 – mesmo nível após a Crise Imobiliária de 2008 – e a um valor histórico máximo de R\$ 3,91 em Setembro de 2015.

De uma forma geral, o ambiente para o planejamento financeiro das empresas foi de cenários variados e de desafios distintos daqueles enfrentados durante o início do Plano Real. No início dos anos 2000, as empresas tiveram que se adaptar a uma taxa de câmbio bem mais elevada do que a praticada até o ano de 1999. Em comparação, no início do Plano Real (1994) tinha-se uma taxa de câmbio próxima de R\$ 1,00, enquanto que a partir de 1999 até 2001 o patamar chegou a R\$ 2,00. É um horizonte temporal curto para a adaptação das empresas brasileiras, principalmente se levarmos em conta a relativa estabilidade desse mercado nos anos anteriores. Além disso, durante os anos de 2002 e 2003, o câmbio sofreu uma forte alta, devido às turbulências políticas de uma eleição com poucas definições em relação aos resultados políticos e econômicos, fazendo com que a taxa de câmbio se elevasse até R\$ 3,81 (AGENCIA ESTADO, 2001; SETTI, 2014).

Após os dois primeiros anos do governo que assumiu em 2004, a taxa de câmbio se estabilizou em torno de R\$ 3,00 e, em seguida, seguiu um caminho de declínio durante quase quatro anos até um valor de R\$ 1,59. Nesse período, o Brasil estava posicionado de maneira muito favorável para aproveitar os dois eventos principais do início da década: supervalorização das *commodities* e fuga de capitais dos Estados Unidos da América. Dado seu perfil de exportador de matérias-primas, uma demanda substancial, principalmente da China, com o conseqüente aumento de preço desses produtos, foram capazes de alçar o Brasil a uma nova fase de seu desenvolvimento. Nesse cenário, o país recebeu um volume crescente

de dólares tanto na venda de matérias-primas como de investimento estrangeiro. Isto permitiu a valorização do Real frente ao dólar durante a primeira metade da década (CASTRO, 2014; GIAMBIAGI e SCHWARTSMAN, 2014; SETTI, 2014).

Entretanto, uma situação inesperada se abateu sobre os mercados em setembro de 2008. A Crise Imobiliária americana alterou o fluxo da economia mundial e retraiu a capacidade dos investidores estrangeiros, que agora se preocupavam muito mais em não perder seus investimentos do que em realizar novos. Apesar do abalo severo das economias da América do Norte e da Europa, o Brasil foi capaz de navegar pelas adversidades econômicas e reforçou seu caráter exportador enquanto estimulava cada vez mais o consumo interno como combustível principal da economia para enfrentar a retração econômica. Com essas ações, o Brasil rapidamente retomou o patamar de câmbio pré-crise ao final de 2009 e chegou a um valor menor em Julho de 2011 do que registrado antes da crise: R\$ 1,59 (GIAMBIAGI e SCHWARTSMAN, 2014; ROQUE, 2009, 2013).

A partir desse momento, a economia brasileira começou a dar sinais de cansaço. O principal foco do governo havia sido o estímulo da demanda interna e isto garantiu o crescimento brasileiro durante alguns anos após a crise. Entretanto, a oferta não acompanhou o crescimento da demanda, causando um descompasso na economia. Além disso, a demanda da China arrefeceu e os preços das *commodities* iniciaram uma retração, ao mesmo tempo em que a economia americana retomava um desempenho econômico positivo. Com estes três elementos – economia interna em descompasso, diminuição do preço das *commodities* e retomada da economia americana – criou-se uma “tempestade” perfeita para a economia brasileira. A inflação dava sinais de aumento, a balança comercial já não era mais superavitária e importantes setores da economia começaram a reduzir investimentos e cortar custos e o dinheiro de investidores começava a retornar para os Estados Unidos (GIAMBIAGI e SCHAWRTASMAN, 2014). Entre dezembro de 2011 e dezembro de 2014, o aumento da taxa de câmbio foi progressivo, mas lento, ainda permitindo certo grau de controle no planejamento financeiro das empresas. Entretanto, durante o ano de 2015, o crescimento foi quase exponencial: iniciou o ano cotado em R\$ 2,64 e atingiu a máxima histórica de R\$ 3,91 em Setembro de 2015 (ULRICH, 2015a, 2015b).

Em resumo, pode-se perceber que os desafios impostos pela taxa de câmbio às empresas brasileiras nos primeiros anos do Século XXI não foram nada desprezíveis. Especialmente nos anos definidos para análise, é possível identificar momentos diversos

momentos distintos: quedas progressivas, quedas aceleradas, aumentos repentinos, aumentos progressivos, etc. Apesar de óbvio, é importante salientar que, ao vislumbrarmos o comportamento histórico, podemos distinguir a velocidade de cada queda ou crescimento, entretanto, não é possível ter a mesma visão quando se está planejando naquele momento. Gestores tomaram decisões sem saber se o crescimento ou a queda se estabilizariam no próximo mês ou se continuariam um progresso vertiginoso sem previsão de acabar. Estes fatores são os responsáveis pela dinamicidade da economia brasileira nestes últimos anos e, para entender melhor este momento – principalmente no que tange às empresas de capital aberto – faz-se de suma importância uma análise crítica sobre os fundamentos financeiros delas.

4.2 A RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE CÂMBIO E O DESEMPENHO DAS AÇÕES DA SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. E DA GOL LINHAS AÉREAS S.A.

4.2.1 História da Suzano Papel e Celulose S.A.

No ano de 1924, o ucraniano Leon Feffer registra a empresa Leon Feffer Distribuidora de Papel, que viria a se tornar a Suzano Papel e Celulose S.A. Suas operações iniciais consistiam majoritariamente da importação e revenda de papéis para cartões de visita, blocos para anotações e papel de carta. A primeira fábrica de papel da empresa foi inaugurada em 1949, iniciando uma nova fase nas suas operações. Entretanto, a Segunda Guerra Mundial dificulta as importações e ameaça a posição da Leon Feffer Distribuidora de Papel, exigindo da empresa a busca por novas soluções. A solução encontrada foi o desenvolvimento de tecnologia para produção de celulose de eucalipto, iniciando as pesquisas em 1950 e se tornando pioneira no cultivo deste tipo de celulose em 1955 (SUZANO, 2016).

A partir de pesquisas desenvolvidas pelo próprio filho de Leon Feffer, Max Feffer, a empresa obtém tecnologia para produção de papel com 100% de celulose de eucalipto –

escolha esta derivada do baixo custo e da adaptação desta árvore australiana ao Brasil. Com isso, a companhia adquire a Indústria de Papel Euclides Damiani S.A, localizada no município de Suzano, e altera sua razão social para Companhia Suzano de Papel e Celulose. Vinte anos depois, a companhia dá início a dois passos importantes: profissionalização da gestão e exportações para a Europa. Estas duas iniciativas pavimentam o caminho para a abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo, ocorrida em 1980. Em 1982, a empresa lança o papel Suzano Report, vendido até hoje e que projeta marca para o consumidor. Com a sua constituição moderna definida, poucas novidades ocorrem durante a década de 80 e 90 (SUZANO, 2016).

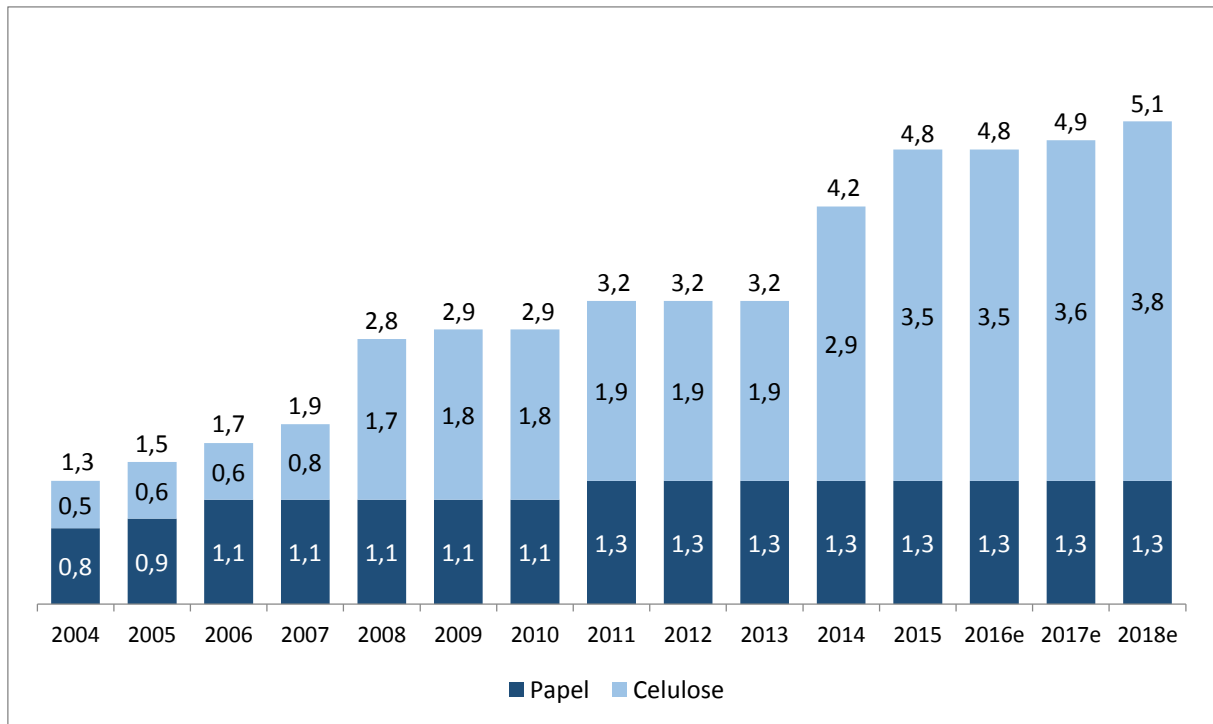
A partir dos anos 2000, a Suzano inicia uma nova etapa de crescimento com três iniciativas destacáveis. Primeiro, em 2005, inicia a operação da Suzano América nos Estados Unidos com o objetivo de potencializar as exportações da empresa. Segundo, em 2010, a companhia adquire a Futura Gene, empresa do segmento de biotecnologia, visando novas tecnologias para seu processo produtivo. Por fim, em 2011, começa a quantificar a Pegada de Carbono dos seus produtos, passando a ser a primeira empresa de papel e celulose do mundo a realizar tal iniciativa (SUZANO, 2016)³.

Atualmente, a Suzano Papel e Celulose é líder no mercado de papel da América Latina e a segunda maior produtora global de celulose de eucalipto. Divide a sua operação em três unidades de negócio: Celulose, Papel e Florestal, empregando mais de oito mil funcionários, cultivando mais de 1.000.000 hectares de florestas no Brasil e operando seis unidades industriais⁴. No Gráfico 4, é possível visualizar a evolução da capacidade de produção de papel e celulose ao longo do período analisado e uma previsão para os próximos anos (SUZANO, 2016).

³ Todas as informações relativas à linha do tempo da Suzano foram obtidas da página sobre a história da empresa no seu site institucional. Disponível em: <http://www.suzano.com.br/portal/suzano-papel-e-celulose/historia.htm>. Acesso em 4 de jun. 2016.

⁴ Disponível em: <http://www.suzano.com.br/portal/suzano-papel-e-celulose/quem-somos.htm>. Acesso em 4 de jun. 2016.

Gráfico 4 - Capacidade de Produção de Papel e Celulose da Suzano (em milhões de toneladas)



Fonte: www.ri.suzano.com.br

O aumento da capacidade de produção também se reflete nos números da empresa. No ano de 2013, a produção totalizou 1,9 milhão de toneladas de celulose, os destinos das vendas foram: 10% para a América do Norte, 22% para o Brasil, 1% para a América Latina (excluindo Brasil), 36% para a Ásia e 31% para a Europa. No ano de 2014, em relação a participação brasileira, a Suzano respondeu por 40% da produção nacional para papel de impressão e papel-cartão. Em 2016, a empresa produzia 34% do total de celulose de mercado do tipo *hardwood* (SUZANO, 2016)⁵. Estes indicadores se refletem na variação da cotação da empresa durante o período analisado, como demonstra o Gráfico 5.

⁵ Disponível em: <http://ri.suzano.com.br/static/ptb/capacidade-de-producao.asp?language=ptb>. Acesso em 4 de jun. 2016.

Gráfico 5 - Cotação SUZB5 (em reais)



Fonte: Economática

Percebe-se que desde 2013 a empresa vem concretizando medidas para aumentar sua capacidade produtiva e que a cotação de suas ações acompanha este ritmo de crescimento. Em 2016, a empresa possuía sedes em Salvador e São Paulo, ademais de operações globais em aproximadamente 60 países (SUZANO, 2016)⁶.

Para as análises, utilizou-se os dados de balanços consolidados, visto que a presença das subsidiárias internacionais da Suzano podem ter um impacto importante no resultado final da pesquisa. Salienta-se, por fim, que a Suzano se encaixou nesta pesquisa pela disponibilidade dos dados no referido período e por não ter sofrido nenhum processo de mudança estrutural significativa (caso da Fibria, formada a partir da fusão entre Aracruz Celulose e Votorantim Papel e Celulose).

⁶ Disponível em: <http://ri.suzano.com.br/static/ptb/perfil-corporativo.asp?language=ptb>. Acesso em 4 de jun. 2016.

4.2.2 Desempenho do Setor de Papel e Celulose entre 2004 e 2015

Para que a análise dos indicadores financeiros com a variação cambial não seja prejudicada pelo desempenho geral do setor de papel e celulose, apresentamos, na Tabela 1, a produção total de papel e celulose no Brasil, a produção total de papel e celulose da Suzano Papel e Celulose e o Participação de Mercado da empresa.

Como é possível observar, a produção total brasileira apresentou incremento na sua produção em quase todos os anos do período analisado, com exceção dos anos de 2010, 2011 e 2012, em que a produção manteve-se estagnada. Entretanto, a Suzano Papel e Celulose, durante o mesmo período, aumentou sua participação de mercado de 7% para 16%, num sinal de prosperidade da empresa neste ambiente. Além disso, em termos brutos, a produção da Suzano passou de 1,2 milhões de toneladas em 2004 para 4,5 milhões de toneladas em 2015.

Tabela 1 - Produção Total, Produção Suzano (em milhões de toneladas) e Participação de Mercado

Ano	Produção Total	Produção Suzano	Participação de Mercado
2004	18	1,2	7%
2005	18,9	1,4	7%
2006	19,8	1,7	9%
2007	21	1,9	9%
2008	22	2,6	12%
2009	22,7	2,7	12%
2010	24,1	2,8	12%
2011	24	3,1	13%
2012	24,1	3,1	13%
2013	25,6	3,2	13%
2014	26,7	4,2	16%
2015	27,6	4,5	16%

Fonte – IBA (2016) e Suzano (2016)

4.2.3 História da Gol Linhas Aéreas S.A.

A empresa Gol Linhas Aéreas Inteligentes é uma empresa brasileira fundada no ano de 2000 pela família Constantino, que comandou as operações nos anos iniciais. Com o intuito de operar no mercado de aviação civil e capturar uma participação de mercado de empresas já estabelecidas como Varig, VASP e TAM, sua principal proposta de valor utilizada foi o conceito de *low cost, low fare*, ou seja, baixo custo e baixa tarifa (GOL, 2016).

O primeiro voo comercial da empresa foi realizado no dia 15 de Janeiro de 2001 entre as cidades de Brasília e São Paulo e marcou o início das operações. A GOL obteve um resultado sólido nesse ano – atingindo as marcas de 2 milhões de passageiros transportados, dez aeronaves Boeing 737 e receita líquida de R\$ 230 milhões – apesar do atentado terrorista de 11 de Setembro de 2001 que paralisou as atividades de aviação e causou uma onda de insegurança global. Em comparação, as concorrentes Varig e VASP, mesmo donas de uma participação de mercado significativa, começaram a demonstrar dificuldade em suas operações (GOL, 2016).

Nos primeiros anos do século XXI, a GOL foi capaz de crescer frente às adversidades e demonstrar resultados sólidos a cada ano. Na Tabela 2, é possível visualizar o crescimento da empresa em termos de passageiros, frota, receita líquida e participação de mercado.

Tabela 2 - Crescimento Operacional 2001 - 2004

	2001	2002	2003	2004	CAGR ⁷
Passageiros Transportados (em milhões)	2	4	8	9	65%
Frota (Boeing 737)	10	16	18	27	39%
Receita Líquida (em bilhões)	0,23	0,67	1,4	1,9	102%
Participação de Mercado	4,4%	11%	19,4%	22,3%	N/A

Fonte: www.ri.voegol.com.br

⁷ CAGR (*Compound Annual Growth Rate*): Medida utilizada para avaliar o crescimento anual constante em um determinado intervalo de tempo.

Com um crescimento robusto, a GOL se torna mais ambiciosa: inicia voos internacionais para a Argentina, realiza uma encomenda de 43 novas aeronaves e prepara uma Oferta Pública de Ações, realizada com sucesso no dia 24 de Junho de 2004. Assim, a GOL inicia o ano de 2005 com uma frota de 42 aeronaves, capital proveniente da Oferta Pública de Ações, quase 25% de participação no mercado brasileiro e observando a VASP solicitar recuperação judicial e a crise da Varig se agravar. O preço inicial das ações é fixado em R\$ 28,00 e chega ao final do ano de 2005 cotado em R\$ 60,26, como é possível observar no Gráfico 6 (GOL, 2016).

Gráfico 6 - Cotação GOLL4 (em reais)



Fonte – Económica

Entretanto, o ano de 2006, apesar de manter o crescimento dos outros anos, não foi tão favorável para a companhia. No dia 29 de Setembro de 2006, um acidente entre um avião da GOL e um avião particular causou a morte de 154 pessoas e desencadeou uma greve dos controladores de tráfego aéreo brasileiros por melhores condições e salários mais altos. Estes dois eventos foram responsáveis por atrasos e cancelamentos de voos e um dano à imagem da companhia. O resultado financeiro apareceu somente no ano seguinte com a companhia registrando seu primeiro prejuízo. Durante 2006 e 2007, a GOL viu a cotação de suas ações

atingir a máxima histórica de R\$ 75,89 em 9 de maio de 2006 e finalizar 2007 em R\$ 41,73. Apesar disso, os números operacionais continuavam sólidos e a empresa terminou 2007 com 24 milhões de passageiros transportados, 106 aeronaves, receita líquida de R\$ 4,9 bilhões e participação de mercado de 40% nos voos nacionais e 14% nos voos internacionais. Uma das razões para o crescimento expressivo foi a compra da Varig em 2007 (GOL, 2016).

O ano de 2008 marca o auge da empresa em termos de participação de mercado: 42,4% no mercado doméstico e 23% no internacional. O crescimento permanece e a empresa atinge a marca de 26 milhões de passageiros transportados e R\$ 6,4 bilhões em receita líquida. Entretanto, a cotação das ações continua o seu ritmo decrescente e, impulsionada pela Crise Internacional de 2008 e o aumento do preço do petróleo, fecha o ano no valor de R\$ 9,51 (GOL, 2016).

Em 2011, a GOL realiza dois movimentos significativos no campo de Fusões & Aquisições: compra a concorrente de menor porte Webjet por R\$ 70 milhões e vende uma participação minoritária para a companhia aérea americana Delta Airlines por US\$ 100 milhões. Apesar desses movimentos, de finalizar o ano de 2012 com 39 milhões de passageiros transportados e receita líquida de R\$ 8,1 bilhões e encomendar 60 novas aeronaves, a empresa se vê na necessidade de elaborar um Plano de Reestruturação, envolvendo, principalmente, corte de custos e demissão de funcionários (GOL, 2016)⁸.

No ano seguinte, prepara uma Oferta Pública de Ações da Smiles - programa de milhagem herdado da Varig – e capta R\$ 1,13 bilhão. Além disso, inicia um reposicionamento de marca no ano de 2015. Em relação aos números operacionais, a quantidade de passageiros se manteve constante entre 2012 e 2015, fechando em 39 milhões e a receita líquida terminou 2015 com uma redução em relação a 2014: de R\$ 10,06 bilhões para R\$ 9,7 bilhões. No dia 29 de Dezembro de 2015, a cotação da empresa atinge uma mínima histórica de R\$ 2,39 (GOL, 2016)⁹.

No caso da GOL, também utilizou-se os dados de balanços consolidados para homogeneizar os dados com a outra empresa analisada e para abarcar as informações sobre suas subsidiárias, como: VRG Linhas Aéreas S.A., Webjet Linhas Aéreas, entre outras

⁸ Disponível em: http://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53884. Acesso em 4 jun. 2016.

⁹ Todas as informações relativas à linha do tempo da GOL foram retiradas da página sobre a História da empresa no site institucional. Disponível em: http://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53880. Acesso em 4 jun. 2016.

subsidiárias internacionais. (GOL, 2016)¹⁰. A escolha pela GOL Linhas Aéreas deve-se, por um lado, pelo fato da quase ausência de empresas listadas em Bolsa de Valores (a Azul Linhas Aéreas, é de capital fechado) e, por outro, pelo fato de que a outra potencial escolha – TAM Linhas Aéreas – fechou seu capital em 2012 como parte do processo de fusão com a chilena LAN.

4.2.4 Desempenho do Setor de Aviação Comercial entre 2004 e 2015

Com o mesmo objetivo da avaliação de desempenho do setor de celulose, a demanda de passageiros total, a quantidade de passageiros transportados pela GOL e a participação de mercado da companhia também foram analisados. Da mesma maneira, e até mais acentuadamente, o setor de aviação civil passou por um processo de rápida expansão na primeira década dos anos 2000. Seguindo a mesma linha, a GOL também foi capaz de avançar sua participação de mercado durante estes anos.

É possível observar na Tabela 3 que o número total de passageiros passou de 41,2 milhões em 2004 para 105 milhões em 2015, enquanto que o número de passageiros da GOL Linhas Aéreas passou de 9 milhões em 2004 para 39 milhões em 2015. Visto que o crescimento no número de passageiros da GOL foi maior que a expansão do mercado, isto se refletiu no aumento da participação de mercado, evoluindo de 22% em 2004 para 37% em 2015. Uma pequena ressalva é feita sobre o mercado ao identificarmos que o ano de 2015 apresentou, pela primeira vez neste período, uma diminuição do número de passageiros transportados. Além disso, podemos visualizar que a GOL passou por um reajuste na sua demanda entre 2011 e 2013, quando manteve o patamar de 36 milhões de passageiros.

¹⁰ Disponível em: http://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53908 . Acesso em 4 jun. 2016.

Tabela 3 - Total de Passageiros, Passageiros pela GOL e Participação de Mercado

Ano	Total de Passageiros	Passageiros GOL	Participação de Mercado
2004	41,2	9	22%
2005	49,1	13	26%
2006	54	17	31%
2007	59,7	24	40%
2008	63,5	26	41%
2009	69,7	28	40%
2010	85,5	33	39%
2011	99,9	36	36%
2012	107,3	39	36%
2013	110	36	33%
2014	117,2	40	34%
2015	105	39	37%

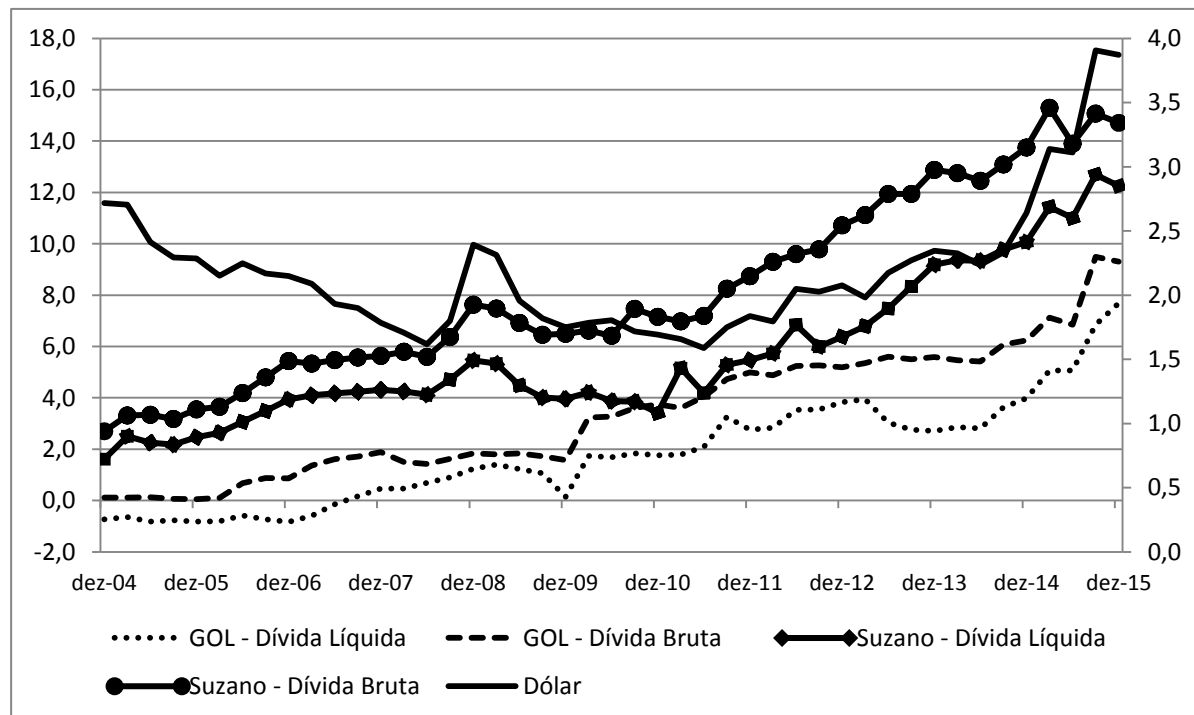
Fonte - ANAC (2015) e GOL (2016)

4.2.5 Indicadores de Estrutura de Capital

4.2.5.1 Dívida Bruta e Dívida Líquida

Essencial para os investidores na análise da saúde financeira de uma empresa, os Indicadores de Estrutura de Capital avaliam a composição da dívida da empresa e como esta se relaciona com o seus ativos e o seu patrimônio. Uma das principais análises realizadas é em relação à Dívida da empresa – qual o tamanho da Dívida e qual a relação desta com as Disponibilidades. Para isto, comparou-se a evolução da Dívida Bruta, da Dívida Líquida e da Variação Cambial no Gráfico 7. Destaca-se, antes de tudo, que tanto a Dívida Bruta quanto a Dívida Líquida – de ambas as empresas – apresentaram tendência de aumento desde o início do período analisado.

Gráfico 7 - Dívida Bruta x Dívida Líquida (em bilhões de reais) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

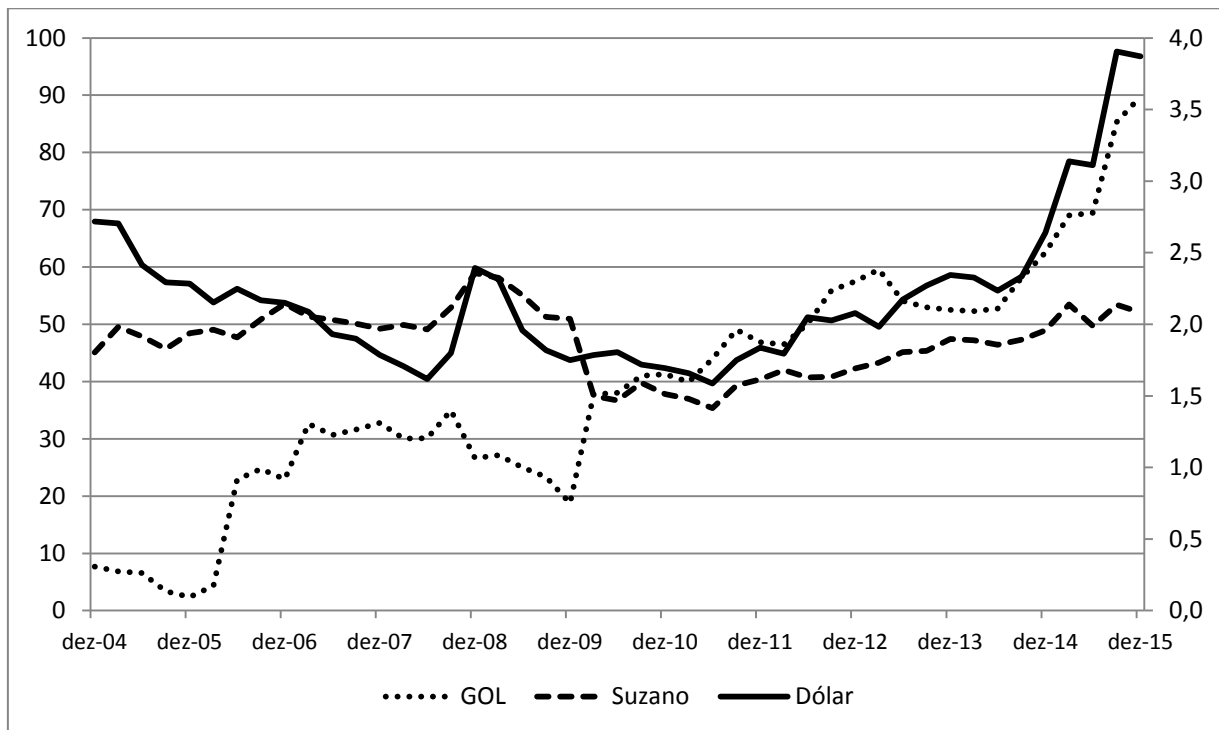
A correlação identificada entre os tipos de dívidas das empresas e a variação cambial foi: 0,5 para a GOL Linhas Aéreas, tanto da Dívida Líquida como da Dívida Bruta; 0,5 para a Dívida Bruta e 0,6 para a Dívida Líquida da Suzano. Isto significa que ambas as empresas, para os dois indicadores de dívida, apresentam uma correlação proporcional – dívida aumenta conforme o dólar aprecia. Na análise individual de cada empresa, imagina-se que o comportamento da companhia aérea está dentro do esperado, pois, como uma fatia importante dos seus custos está em moeda estrangeira, a apreciação desta moeda aumentaria os custos e poderia obrigar a empresa a aumentar seus empréstimos com o objetivo de continuar operando. Além disso, percebe-se que a geração de caixa não sofre grandes alterações, visto que a correlação de ambas as dívidas é a mesma.

Do lado da companhia de celulose, observa-se um comportamento que pode não ser aquele esperado dado a sua condição de exportadora. Por exemplo, supondo que o dólar aprecie e a empresa registra um aumento na sua receita, é possível imaginar que haveria maior capacidade para pagar as dívidas ou para não exigir novos empréstimos. Por outro lado, uma apreciação maior pode dar mais confiança para a empresa e aumentar seu caixa, permitindo que ela contraia empréstimos imaginando que isto é mais vantajoso no momento, visto que ela tem contratos de exportação para oferecer como garantia ou o custo está menor.

4.2.5.2 Dívida Bruta pelo Ativo Total

Entretanto, analisar somente o crescimento da Dívida pode não ser o suficiente para avaliar se a tendência registrada é saudável ou não para a empresa. No Gráfico 8, registra-se a relação da Dívida Bruta com o Ativo Total e a Variação Cambial. Com isso, é possível verificar, percentualmente, qual a representatividade da Dívida Bruta em relação ao Ativo, permitindo uma avaliação mais assertiva da saúde financeira da empresa. Neste caso, ressalta-se que a Suzano apresentou uma tendência regular desta relação, variando entre 40% e 60%, mas com o valor final muito próximo do início da série, apesar de toda a variação cambial. Já a GOL apresenta uma forte tendência de crescimento na relação Dívida Bruta pelo Ativo Total, visto que o número inicial da série encontrava-se em 7,7% e finalizou em 89,7%, com tendência de alta durante quase todo o período.

Gráfico 8 - Dívida Bruta pelo Ativo Total (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

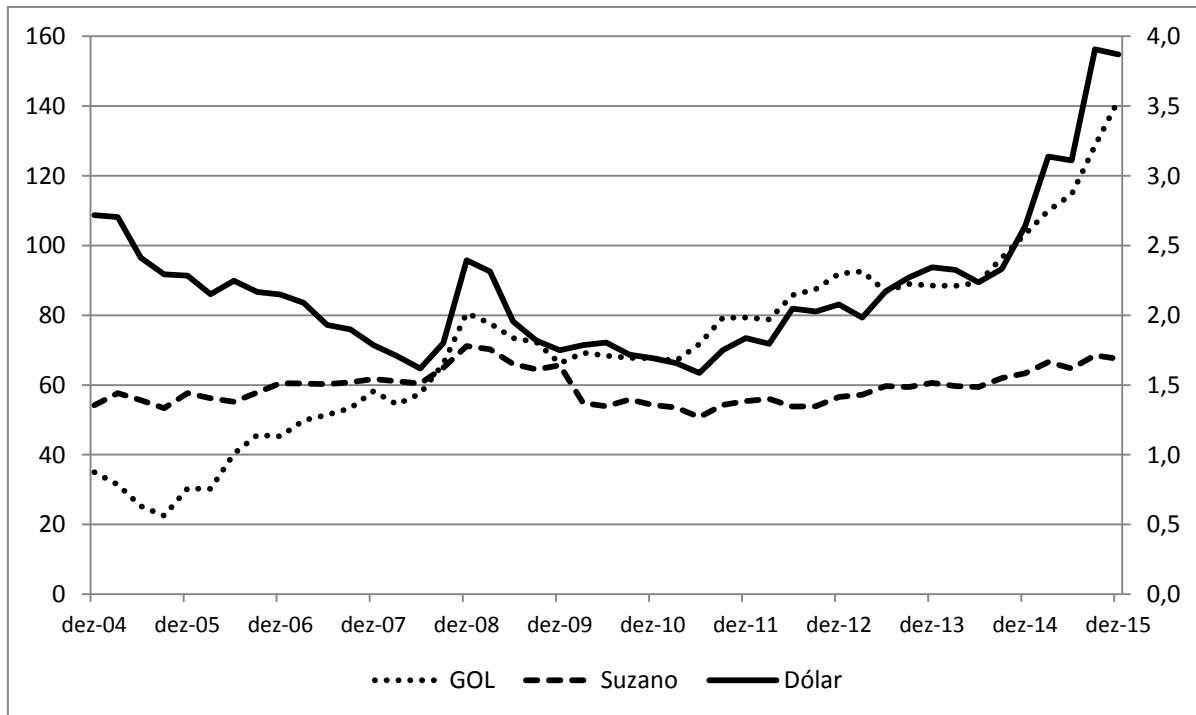
A correlação identificada no índice Dívida Bruta pelo Ativo Total foi de 0,4 para ambas as empresas. O motivo para que não houvesse um índice mais representativo é devido

ao comportamento distinto da primeira metade do período com o do segundo. No caso da GOL, observa-se que mesmo com um dólar em queda a relação Dívida Bruta pelo Ativo Total apresenta crescimento na primeira metade, enquanto que na segunda já acompanha a variação cambial – a Suzano apresenta a mesma tendência, apesar de em menor intensidade. Com isso, podemos verificar que o crescimento da Dívida Bruta no caso da GOL pode ter se tornado insustentável, pois já é igual a quase 90% do Ativo, enquanto que no caso da Suzano o aumento da dívida não gerou um impacto alto porque o Ativo também cresceu no mesmo período. O motivo para o aumento da dívida da GOL provavelmente reside nos seguidos prejuízos registrados pela empresa após o ano de 2010. Enquanto que a Dívida Bruta pelo Ativo Total passou de 46,8% em dezembro de 2011 para 89,7% em dezembro de 2015, o prejuízo registrado durante o mesmo período foi de -10% em 2011, -18,7% em 2012, -8,1% em 2013, -11,1% em 2014 e -43,9% em 2015.

4.2.5.3 Exigível Total sobre Ativo Total

Outro possível indicador a ser analisado é o Exigível Total sobre o Ativo Total, que leva em consideração não só a Dívida Bruta da empresa, mas também todas as suas obrigações e as relaciona com o Ativo Total. Com isso, é possível observar outras variações dentro das obrigações de uma empresa e se elas influenciam tanto quanto a Dívida Bruta na estrutura do passivo da empresa. Na análise do Gráfico 9, observa-se um padrão semelhante de variação ao do Gráfico 8, com a GOL apresentando crescimento deste valor durante todo o período analisado e a Suzano com uma oscilação regular.

Gráfico 9 - Exigível Total sobre Ativo Total (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

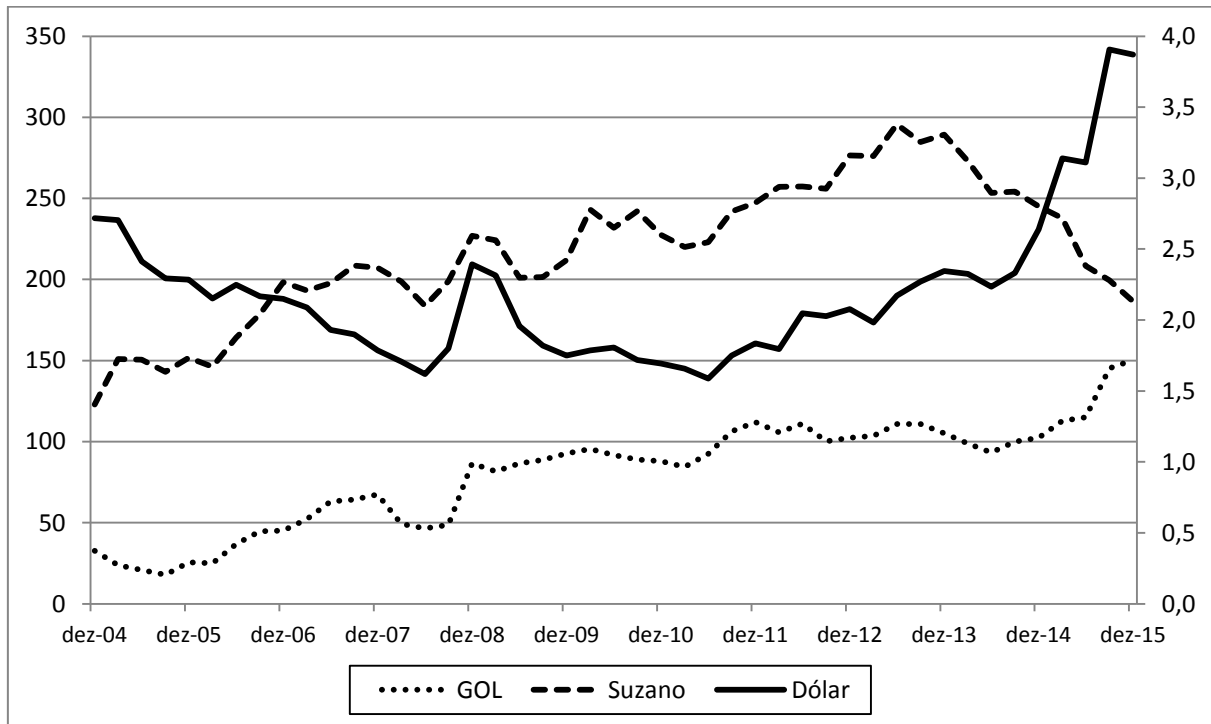
Na Análise de Correlação, os valores encontrados no índice Exigível Total sobre Ativo Total são parecidos com aqueles do índice Dívida Bruta pelo Ativo Total, registrando 0,5 para ambas as empresas. Em outras palavras, o acréscimo do restante das obrigações neste indicador salienta a correlação proporcional com a variação cambial, no sentido de evidenciar a tendência de aumento da dívida conforme a apreciação do dólar. Ainda assim, as empresas apresentam cenários completamente distintos: a GOL Linhas Aéreas encontra-se com 40% mais obrigações do que Ativos, enquanto que a Suzano mantém um valor próximo de 60%.

4.2.5.4 Exigível Total sobre a Receita

Além de relacionar o Exigível Total com o Ativo Total, é possível analisá-lo em conjunto com a receita da empresa. No Gráfico 10 é possível visualizar a relação do indicador Exigível Total sobre a Receita com a Variação Cambial. De maneira geral, neste índice a GOL também apresentou uma trajetória de alta, ou seja, com suas obrigações se tornando

cada vez maiores em relação à receita – atualmente, a GOL tem 50% a mais de obrigações totais do que Receita anual gerada. No caso da Suzano, o comportamento da relação entre Exigível Total sobre Receita foi de alta até 2013, passando de 122,9% para 295,6%. Desde então, registra queda acentuada e fechou o período em 186,5%.

Gráfico 10 - Exigível Total sobre Receita (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Ao calcular a Análise de Correlação do índice Exigível Total sobre a Receita com a variação cambial, encontram-se valores de 0,3 para a GOL Linhas Aéreas e -0,2 para a Suzano Papel e Celulose. Ou seja, a GOL apresenta um aumento de suas obrigações frente a receita conforme o dólar aprecia – resultado este em linha com a natureza da empresa -, enquanto que a Suzano apresenta um aumento das obrigações quando o dólar se desvaloriza. Este índice, portanto, traz números condizentes, apesar de não ser uma correlação forte, com o que seria de se esperar como resultado da variação cambial sobre o comportamento destas duas empresas. Se comparada com o Gráfico 9, podemos verificar que a variação cambial tem maior correlação com alterações no Ativo do que na Receita.

4.2.5.5 Composição do Endividamento e Imobilização dos Recursos Permanentes

Por fim, apesar de pouco impacto na pesquisa, relata-se a o comportamento de dois indicadores: Composição do Endividamento e Imobilização dos Recursos Permanentes. O índice Composição do Endividamento avalia quão representativo é o Passivo Circulante em relação ao Passivo Total e na Análise de Correlação identificou-se os seguintes valores: 0,1 para a GOL Linhas Aéreas e 0 para a Suzano Papel e Celulose. Portanto, dada uma correlação quase nula para ambas as empresas, pode-se conjecturar que não houve nenhuma interferência significativa da variação cambial na relação entre o Passivo Circulante e o Passivo Total. Em números, a GOL, durante o período analisado, apresentou uma tendência de redução deste índice, ou seja, aumentando a proporção do Passivo Não Circulante e diminuindo o Passivo Circulante – atualmente, o índice está próximo de 40%, mas já foi de 64% em 2008. Já a Suzano teve um comportamento mais regular, mas também com tendência de queda – atualmente encontra-se em 18%, mas já registrou 36% em 2004.

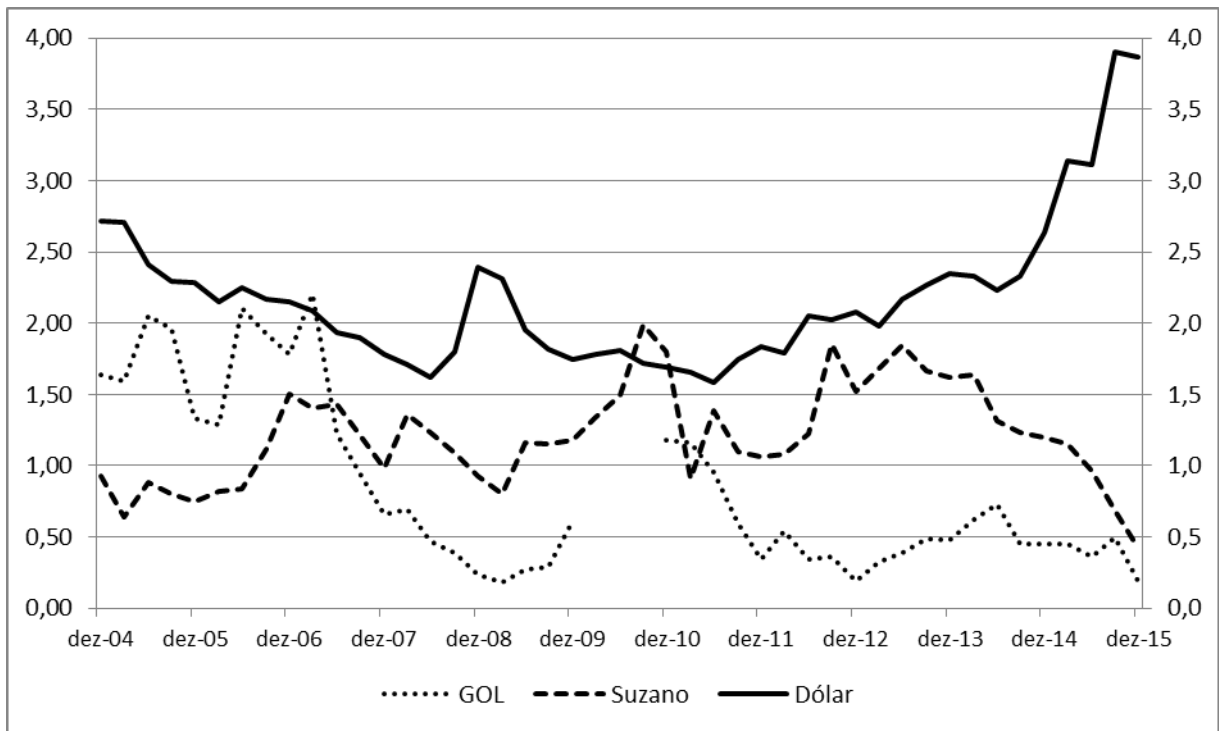
Em relação ao índice Imobilização dos Recursos Permanentes, a correlação identificada foi de 0,2 para a GOL e 0,4 para a Suzano. Isso representa uma correlação positiva para ambas as empresas, mas, especialmente no caso da GOL, não um valor significativo. Analisando a série de dados, a GOL apresentou uma tendência de alta durante quase todo o período, principalmente porque seu valor de Patrimônio Líquido decresceu significativamente, inclusive se tornando negativo recentemente. Já a Suzano apresentou valores muito próximos de 80% durante todo o período analisado. Isto pode significar que a Suzano, por ser uma empresa mais estabilizada e com mais tempo de operação, já é capaz de manter uma relação constante entre estes itens contábeis, independente da variação cambial. Enquanto que a GOL sofreu ajustes deste indicador, mas que não podem ser atribuídos totalmente à variação cambial, principalmente pelo valor baixo de correlação.

4.2.6 Indicadores de Liquidez Financeira

4.2.6.1 Liquidez Imediata

Um aspecto fundamental da saúde financeira de uma empresa é a sua capacidade de honrar os compromissos de curto prazo, denominado liquidez. Este índice pode ser composto por diferentes variáveis e formas de cálculo, entretanto, conforme Matarazzo (2008), todos eles têm por objetivo medir a solidez financeira da empresa pelo confronto entre os Ativos Circulantes e as Dívidas de curto prazo.

A medida de liquidez mais simples utilizada é a Liquidez Imediata ao relacionar a quantidade de dinheiro disponível no caixa da empresa com as dívidas de curto prazo. Entretanto, Assaf Neto (2010) afirma que a quantidade de dinheiro disponível pode ser baixa – mesmo se a empresa estiver em boas condições financeiras -, pois há baixa rentabilidade deste ativo. Durante seus primeiros três anos após a abertura de capital, a GOL manteve um índice de Liquidez Imediata entre 1,5 e 2, significando que havia 1,5 a 2 vezes mais direitos ou realizáveis em caixa do que obrigações de curto prazo. Após esse período, o Índice desabou até um patamar de 0,25, tendo uma retomada durante os anos de 2009 e 2010 e depois estabilizando em torno de 0,5 até o final do período analisado. Por outro lado, a Suzano percorreu o caminho inverso. Iniciou a série analisada com valores abaixo de 1, passando para um patamar entre 1 e 2 de 2007 até 2014, reduzindo novamente para abaixo de 1 somente durante o ano de 2015. Estas variações, em conjunto com a evolução das das cotações do Dólar, podem ser visualizadas no Gráfico 11.

Gráfico 11 - Liquidez Imediata (em unidades)¹¹ e Taxa de Câmbio

Fonte: Economática e IPEA Data

Se comparada com a variação cambial, a Liquidez Imediata parece apresentar uma pequena relação no seu comportamento, principalmente no caso da Suzano. Na Análise de Correlação, os valores encontrados foram de -0,1 para a GOL Linhas Aéreas e -0,5 para a Suzano Papel e Celulose. No caso da Suzano, é possível visualizar no Gráfico 11 que há uma relação inversamente proporcional entre Liquidez Imediata e variação cambial. Ou seja, na primeira metade do período analisado em que o dólar apresentava tendência de queda, a Liquidez Imediata da empresa aumentava – o Dólar passou de R\$ 2,72 em dezembro de 2004 para R\$ 1,72 em setembro de 2009, enquanto que a Liquidez Imediata passou de 0,93 para 1,98 no mesmo período. Já na segunda metade do período analisado, o dólar registrou uma apreciação constante e a Liquidez Imediata da Suzano uma queda nos valores, especialmente no final do período analisado – o Dólar passou de R\$ 1,72 em setembro de 2009 para R\$ 3,87 em dezembro de 2015, enquanto que a Liquidez Imediata flutuou de 1,98 para 0,42 no mesmo período. Ao recordar Assaf Neto (2010) e sua afirmação de que a tendência deste valor é ser a menor possível dada a sua baixa rentabilidade, faz-se necessário examinar o porquê deste valor poder aumentar em determinado período.

¹¹ Dado que a Liquidez reflete a divisão entre dois itens monetários, o resultado será somente a unidade de relação entre eles.

Como a Liquidez Imediata ilustra a disponibilidade de caixa e de ativos que podem ser convertidos em caixa no curto prazo para pagamentos de dívidas também de curto prazo, um valor maior pode indicar uma maior precaução para o futuro próximo, enquanto que um valor menor pode significar maior confiança sobre o possível cenário futuro. Em termos matemáticos, um acréscimo deste índice pode ser resultado de um aumento nas disponibilidades, uma diminuição no Passivo Circulante ou ambos, enquanto que um decréscimo deste índice pode estar relacionado com uma diminuição das Disponibilidades, um aumento do Passivo Circulante ou ambos. No caso da Suzano, observa-se que enquanto as Disponibilidades decresceram de R\$ 3.689.640.000 em dezembro de 2013 para R\$ 1.477.246.000 (-60%) em dezembro de 2015, o Passivo Circulante aumentou de R\$ 2.281.390.000 para R\$ 3.510.574.000 (+53%) no mesmo período – os principais itens responsáveis por este aumento foram o Financiamento de Curto Prazo com aumento de aproximadamente R\$ 800.000.000 (+80%: 600.000.000 em financiamentos nacionais e 200.000.000 em financiamentos em moeda estrangeira) e Outros de R\$ 216.581.000 para R\$ 889.520.000 (+410%) no mesmo período. Os tópicos principais desta variação do item Outros são: Perdas Não Realizadas em Operações com Derivativos (R\$ 16.852.000 para R\$ 281.317.000; +1700%), Compromissos com Aquisição de Ativos (R\$ 6.789.000 para R\$ 91.326.000; +1345%) e Operações Comerciais com Fornecedores (R\$ 0 para R\$ 206.454.000 – a diferença se dá por anteriormente esta conta ser classificada dentro do item Fornecedores). Ou seja, isto está em conformidade com o fato de que a empresa obtém uma maior parte da sua receita em moeda estrangeira, pois, quando o dólar está apreciado frente ao real, a receita tende a ser maior e a previsão de futuro mais otimista, exigindo menos recursos monetários disponíveis de forma imediata. Entretanto, faz-se necessário salientar que a diminuição da Liquidez Imediata advém também de um aumento em mais de 50% do Passivo Circulante e, dentro deste item, de 80% no Financiamento de Curto Prazo, o que pode significar uma dificuldade no futuro próximo da empresa.

Em relação à GOL Linhas Aéreas, diferentemente da Suzano Papel e Celulose, o comportamento esperado da Liquidez Imediata é proporcional ao da variação cambial. Ou seja, se o dólar está apreciado, a Liquidez Imediata tende a ser maior, podendo-se conjecturar que a razão seja para enfrentar um período de custos em moeda estrangeira maiores, enquanto que com o dólar depreciado frente ao real este valor pode ser menor, pois os custos em moeda estrangeira diminuem. Nos primeiros três anos do período analisado é possível identificar esta relação, com o dólar, de forma geral, apreciado e a Liquidez Imediata acompanhando o dólar

com valores entre 1,5 e 2 – ou seja, entre 1,5 e 2 vezes mais dinheiro disponível do que dívidas de curto prazo. Após este período, observa-se uma tendência de queda tanto da taxa de câmbio do Dólar como da Liquidez Imediata, em conformidade com a ideia de que um cenário favorável permite à empresa a manutenção de um valor menor de Liquidez Imediata. Entretanto, a partir de 2011, observa-se que o dólar aprecia de maneira abrupta – R\$ 1,66 em março de 2011 para R\$ 3,87 em dezembro de 2015 -, mas a Liquidez Imediata não volta a crescer como nos períodos anteriores. Com isso, atualmente, a GOL tem apenas 19% do valor de dívidas de curto prazo em disponibilidades imediatas frente a 34% em dezembro de 2011, mas, dado que o cenário é pessimista para a empresa, a expectativa seria de observar um aumento correspondente da Liquidez Imediata.

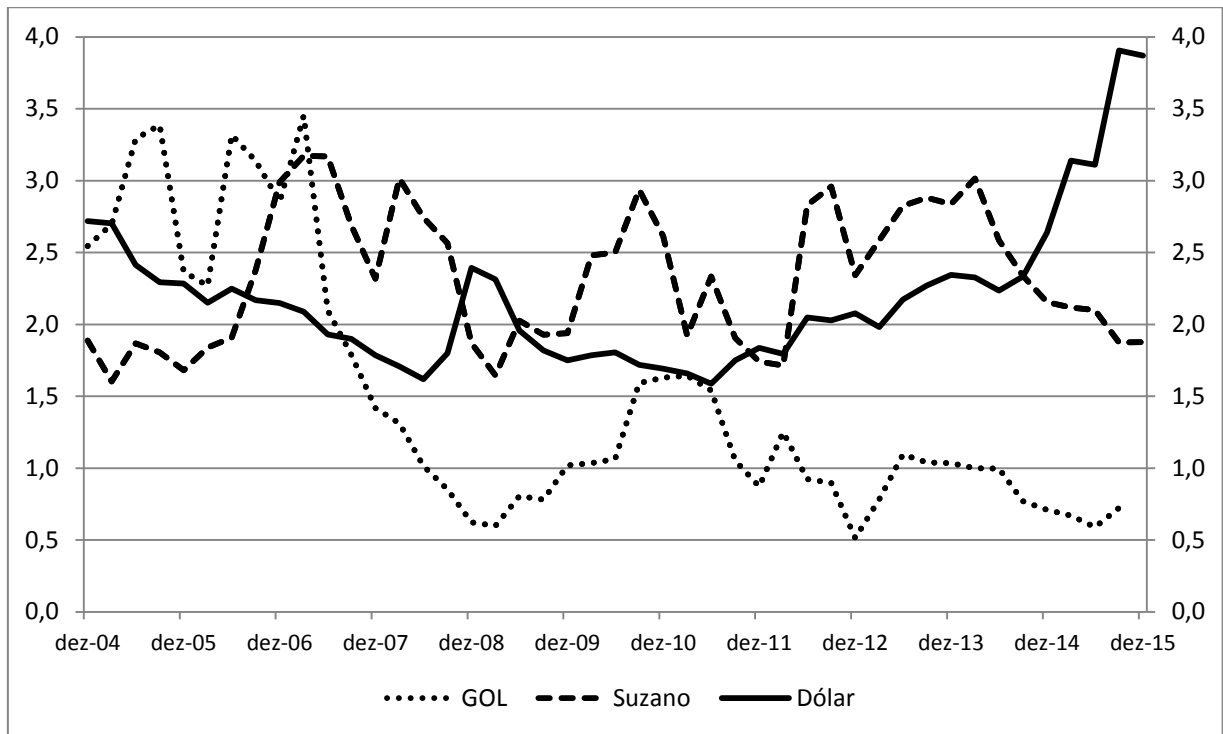
No caso das Disponibilidades, ocorreu uma redução de R\$ 1.230.287.000 para R\$ 1.072.332.000 (-16%) entre dezembro de 2011 e dezembro de 2015. Enquanto isso, o Passivo Circulante alterou-se de R\$ 3.595.665.000 para R\$ 5.542.008.000 (+54%), motivado, principalmente, por uma alta de R\$ 486.000.000 (+117%) com Fornecedores de Curto Prazo e Outros de R\$ 1.400.000.000 (+117%). A composição do item Outros é: Taxas e Tarifas Aeroportuárias, Transportes a Executar, Programa de Milhagem, Adiantamentos de Clientes, Obrigações com Operações de Derivativos e Outras Obrigações. Destas, as variações mais significativas foram das Taxas e Tarifas Aeroportuárias de R\$ 190.029.000 para R\$ 313.656.000 (+65%), Transportes a Executar de R\$ 744.743.000 para R\$ 1.206.655.000 (+62%) e Programa de Milhagem de R\$ 71.935.000 para R\$ 770.416.000 (+1070%). Ou seja, num cenário de forte alta do dólar – e, conseqüentemente, alta da dívida de curto prazo – a empresa não foi capaz de manter o valor de disponibilidades imediatas, talvez por dificuldades financeiras ou por confiança no seu ciclo financeiro – dado que o ciclo financeiro se mantém negativo desde junho de 2012, isto pode ser um indicativo da motivação por trás da Liquidez Imediata. Salienta-se que nenhum dos itens do Passivo Circulante destacados sofre influência significativa da variação cambial.

4.2.6.2 Liquidez Corrente

De maneira a sofisticar a análise da liquidez, é possível utilizar o índice de Liquidez Corrente que relaciona os ativos imediatamente disponíveis e que podem ser convertidos em dinheiro com as dívidas de curto prazo (IUDÍCIBUS, 2013). Ross *et al.* (2013) identificam uma análise importante deste número, afirmando que, para o fornecedor, uma liquidez corrente alta é sinônimo de segurança, mas, para a empresa, pode ser sinal de ineficácia na alocação de recursos. Nesta análise, registra-se uma correlação de -0,1 para a GOL Linhas Aéreas e -0,3 para a Suzano Papel e Celulose. Conforme o índice de Liquidez torna-se mais específico, ou seja, de Liquidez Imediata para Liquidez Corrente e assim por diante, os valores de correlação se aproximam cada vez mais de zero.

Como é possível observar no Gráfico 12, nos primeiros três anos após sua estreia na Bolsa de Valores a GOL encontrava-se com um índice de Liquidez Corrente entre 2,5 e 3,5. Após este período, provavelmente devido à compra da Varig, reduziu o número para um patamar entre 0,5 e 1,0, sofrendo um pequeno aumento para 1,5 durante o ano de 2010 e retomando ao nível entre 0,5 e 1,0 até o final da série analisada. A Liquidez Corrente da Suzano Papel e Celulose, por sua vez, registrou uma menor amplitude na sua variação. Iniciou a série cotada ao redor de 1,5, variou entre 2 e 3 de 2006 até 2014 e finalizou com uma estabilização ao redor de 2 durante o ano de 2015.

Gráfico 12 - Liquidez Corrente (em unidades) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Apesar do acréscimo dos ativos disponíveis para conversão em dinheiro, o comportamento relativo – ou seja, tendência de alta ou baixa – permanece o mesmo para ambas as empresas. Para a Suzano, os acréscimos dos outros itens do Ativo Circulante aumentaram, em média, 1,5 pontos o seu índice de Liquidez Corrente em comparação com a Liquidez Imediata. O único período destoante da Liquidez Corrente ocorreu durante o ano de 2015: o aumento, principalmente nos itens Aplicações Financeiras (+ R\$ 970.850.000) e Estoques (+238.915.000), compensou, em parte, o declínio nas disponibilidades imediatas (- 2.208.869.000). Ou seja, a Suzano, analisando o cenário de dólar apreciado, teria optado por destinar uma maior parcela do seu Caixa para Aplicações Financeiras – visto que o dólar apreciado gera maior expectativa por aumentos na receita – entretanto, um aumento no estoque pode significar uma dificuldade na venda dos produtos ou um excesso de produção inicial – ambos decorreriam de uma relação entre Oferta e Demanda: se o valor de um produto aumenta, mais investimentos são direcionados para aquele negócio, gerando uma maior Oferta do setor que, no futuro, ultrapassaria a Demanda e, em consequência, derrubaria os preços e aumentaria os Estoques.

O caso da GOL apresenta-se como inverso ao da Suzano. Durante a maior parte do período analisado, o comportamento da Liquidez Corrente variou da mesma maneira que o da

Liquidez Imediata – em média, um aumento de um ponto no índice. Entretanto, nos últimos cinco anos do período analisado, e com mais intensidade entre 2014 e 2015, Liquidez Corrente e Liquidez Imediata convergiram para um valor próximo com diferença de apenas 0,2 ponto. Neste caso, o Ativo Circulante passou de R\$ 3.565.709.000 em dezembro de 2013 para R\$ 2.461.566.000 em dezembro de 2015, motivado principalmente pela queda de, aproximadamente, R\$ 600.000.000 (-35%) nas Disponibilidades e R\$ 700.000.000 nas Aplicações Financeiras (-54%).

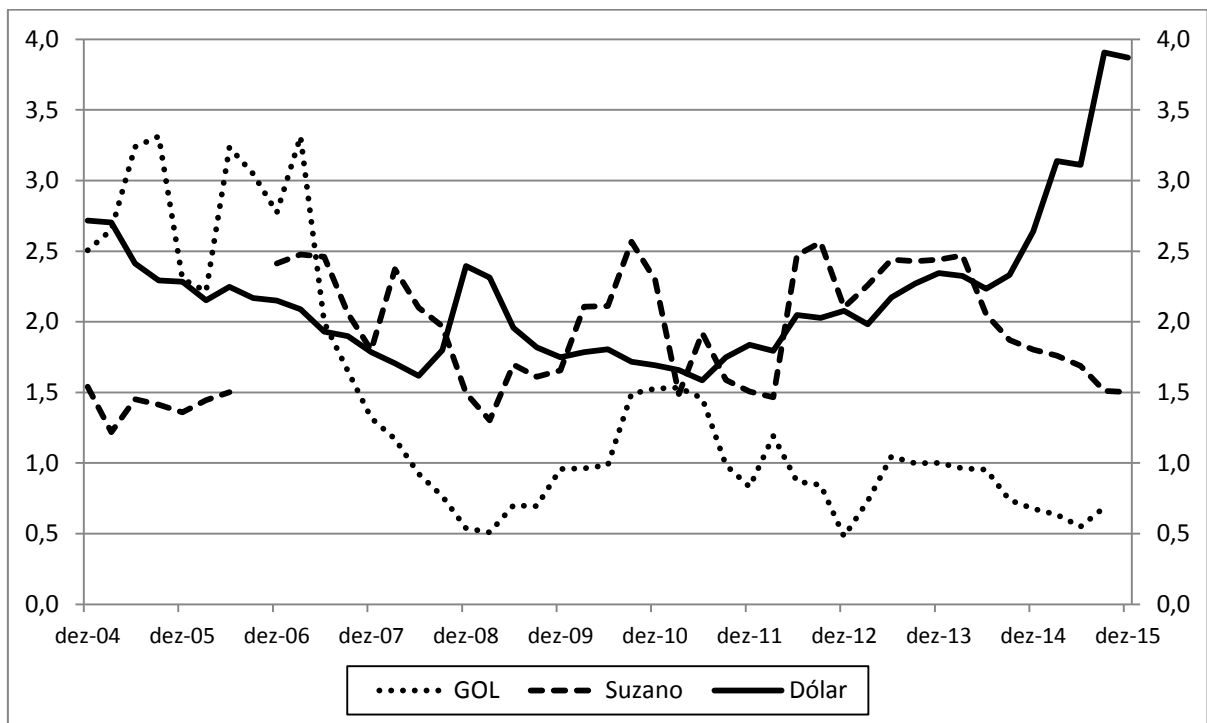
4.2.6.3 Liquidez Seca

Uma análise derivada da Liquidez Corrente é a do índice de Liquidez Seca. Enquanto que a primeira é composta pela divisão entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, a segunda deduz do Ativo Circulante os valores correspondentes ao Estoque e o divide pelo Passivo Circulante. Este refino ocorre, geralmente, porque o estoque é o ativo circulante menos líquido e porque os valores contábeis podem não ser tão confiáveis (ROSS *et al.*, 2013). Apesar desta distinção no cálculo, os valores de correlação encontrados são os mesmos do índice de Liquidez Corrente: -0,1 para a GOL Linhas Aéreas e -0,3 para a Suzano Papel e Celulose. No Gráfico 13, observa-se o comportamento deste indicador para as duas companhias analisadas. Dada a origem do seu negócio e das suas operações, a GOL Linhas Aéreas não possuía uma quantidade significativa de Estoques (no período jamais ultrapassou R\$ 200.000.000), o que tornou o índice de Liquidez Seca muito semelhante ao de Liquidez Corrente. No lado da Suzano Papel e Celulose, a variação entre Liquidez Seca e Liquidez Corrente também é semelhante. Entretanto, dado que a empresa trabalha com estoques maiores (no período, próximos a R\$ 700.000.000, mas nos últimos três anos do período analisado acima de R\$ 1.000.000.000) se comparados com a outra empresa analisada, verificou-se resultados para a Liquidez Seca, em média, 0,5 pontos menores que na Liquidez Corrente.

Em comparação com a variação cambial, a Liquidez Corrente, neste caso, mostrou poucas informações a serem utilizadas. Dado que a variação em relação à Liquidez Corrente é

baixa, o comportamento torna-se muito similar. A única ressalva está no aumento recente do estoque da Suzano Papel e Celulose que partiu de R\$ 683.750.000 ao final de 2012 para R\$ 1.315.996.000 ao final de 2015. Como comentado anteriormente, dado que o cenário cambial, em tese, é favorável para as exportações, o aumento dos estoques parece incoerente, pois ou as compras diminuíram ou não acompanharam as previsões de crescimento de produção da empresa. Conforme o *Release* de Resultados do quarto trimestre de 2015 da empresa, o motivo para o aumento dos estoques é a desvalorização cambial (SUZANO, 2015).

Gráfico 13 - Liquidez Seca (em unidades) e Taxa de Câmbio



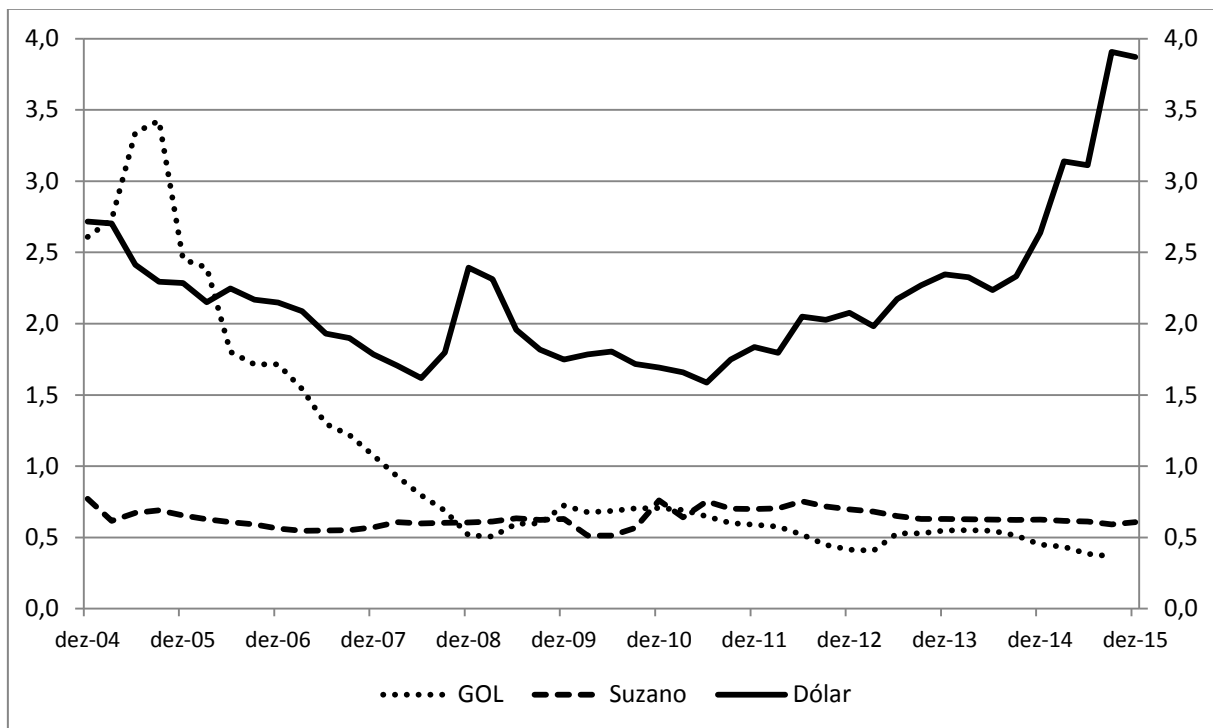
Fonte: Economática e IPEA Data

4.2.6.4 Liquidez Geral

O último índice de liquidez refere-se à Liquidez Geral, entendida como a divisão do Ativo Circulante e do Realizável a Longo Prazo pelo Passivo Circulante e Passivo Não Circulante. Em outras palavras, conforme Iudícibus (2013), o objetivo deste indicador é a

análise da saúde financeira de longo prazo da empresa, apesar de não informar a respeito de prazos de recebimentos e vencimentos. Sua utilização está mais relacionada com a ideia da grandeza dos direitos e deveres do que com a ideia temporal (ASSAF NETO, 2010). Se compararmos as proposições levantadas por Iudícibus (2013) e Assaf Neto (2010) com os resultados da Análise de Correlação entre a Variação Cambial e a Liquidez Geral – 0 para a GOL Linhas Aéreas e -0,1 para a Suzano Papel e Celulose -, observa-se que quando analisamos a liquidez em termos de grandeza ou no longo prazo, a correlação com o dólar torna-se baixíssima ou quase irrelevante.

Gráfico 14 - Liquidez Geral (em unidades) e Taxa de Câmbio



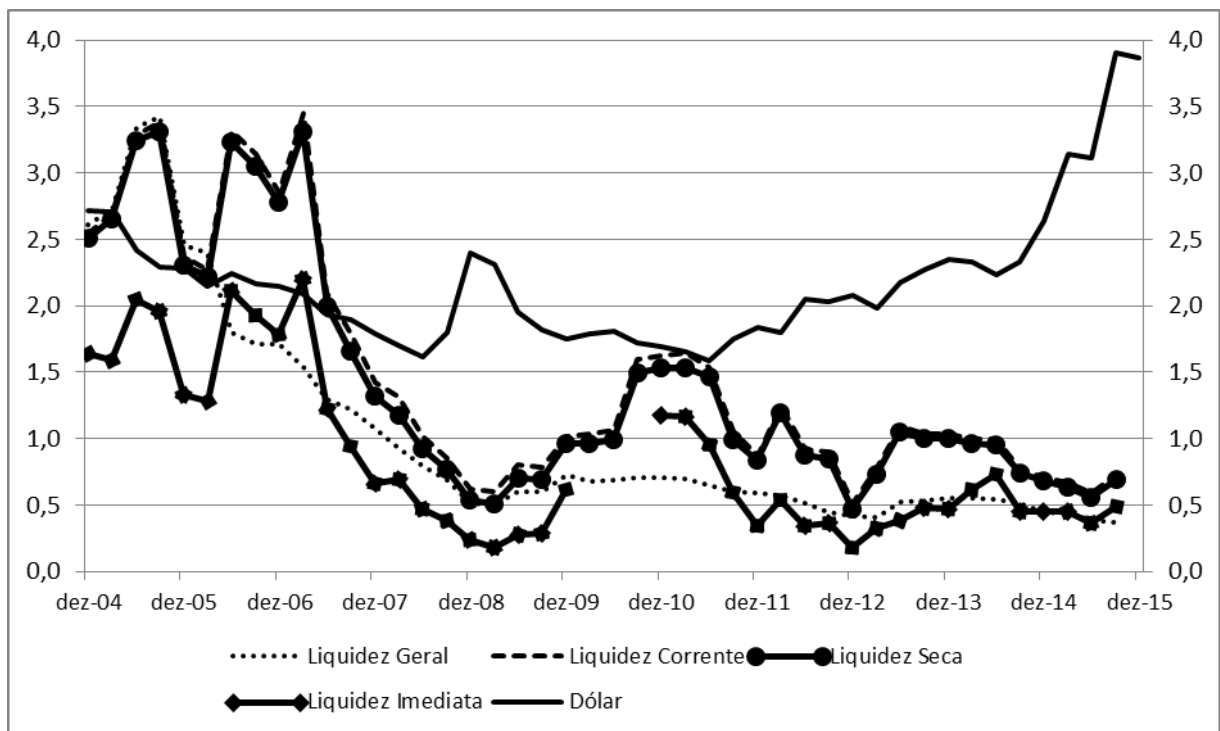
Fonte: Economática e IPEA Data

Em relação à GOL, é possível visualizar no Gráfico 14 que houve um período inicial em que havia, em média, três vezes mais ativos (numerador) do que passivos (denominador), mas que rapidamente diminuiu e se estabilizou num patamar de 0,5. Ainda no mesmo Gráfico 14, encontra-se a Liquidez Geral da Suzano. Por ser uma empresa com mais tempo de operação, observa-se que há uma estabilidade no valor deste índice, se mantendo entre 0,5 e 0,8 durante a série analisada.

Diferentemente dos outros indicadores de Liquidez, a Liquidez Geral apresenta uma variação muito baixa em todo o período analisado— excetuando, é claro, os primeiros quatro anos da GOL nessa série. Ou seja, para as duas empresas analisadas, não foi identificada nenhuma influência da variação cambial sobre o índice de Liquidez Geral. Torna-se possível, portanto, especular que, no período analisado, a variação cambial afetou apenas de forma marginal e não de forma estrutural, ambas as empresas.

4.2.6.5 Liquidez Geral x Corrente x Seca x Imediata

Gráfico 15 – GOL: Liquidez Geral x Corrente x Seca x Imediata (em unidades) e Taxa de Câmbio

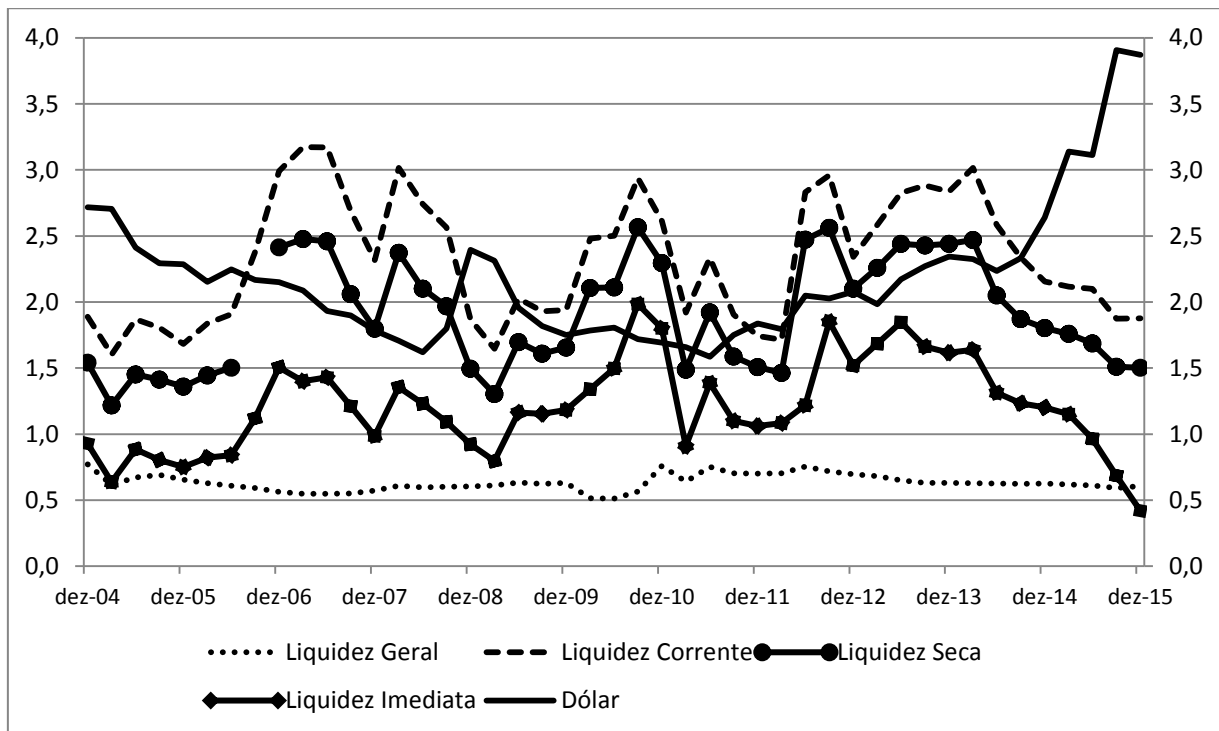


Fonte: Economática e IPEA Data

O Gráfico 15 aponta o comportamento de cada um dos índices de Liquidez da GOL Linhas Aéreas e os compara entre si e com a variação cambial. Durante alguns anos da série analisada, é possível observar que não havia um comportamento semelhante entre os indicadores. Entretanto, nos últimos dois anos da série é possível observar uma convergência

maior dos indicadores para o nível de 0,5 ao mesmo tempo que se visualiza que o comportamento do dólar seguiu caminho contrário ao comportamento do conjunto de índices.

Gráfico 16 - Suzano: Liquidez Geral x Corrente x Seca x Imediata (em unidades) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Por fim, o Gráfico 16 compara os mesmos indicadores do Gráfico 15, mas para a Suzano Papel e Celulose. A Liquidez Geral mostra-se relativamente estável, enquanto que a Liquidez Corrente, Liquidez Seca e a Liquidez Imediata registraram variações muito semelhantes. De maneira geral, este gráfico ilustra a semelhança entre os diferentes indicadores de Liquidez da Suzano e contrasta com a diferença na Variação Cambial.

4.2.7 Indicadores de Rentabilidade

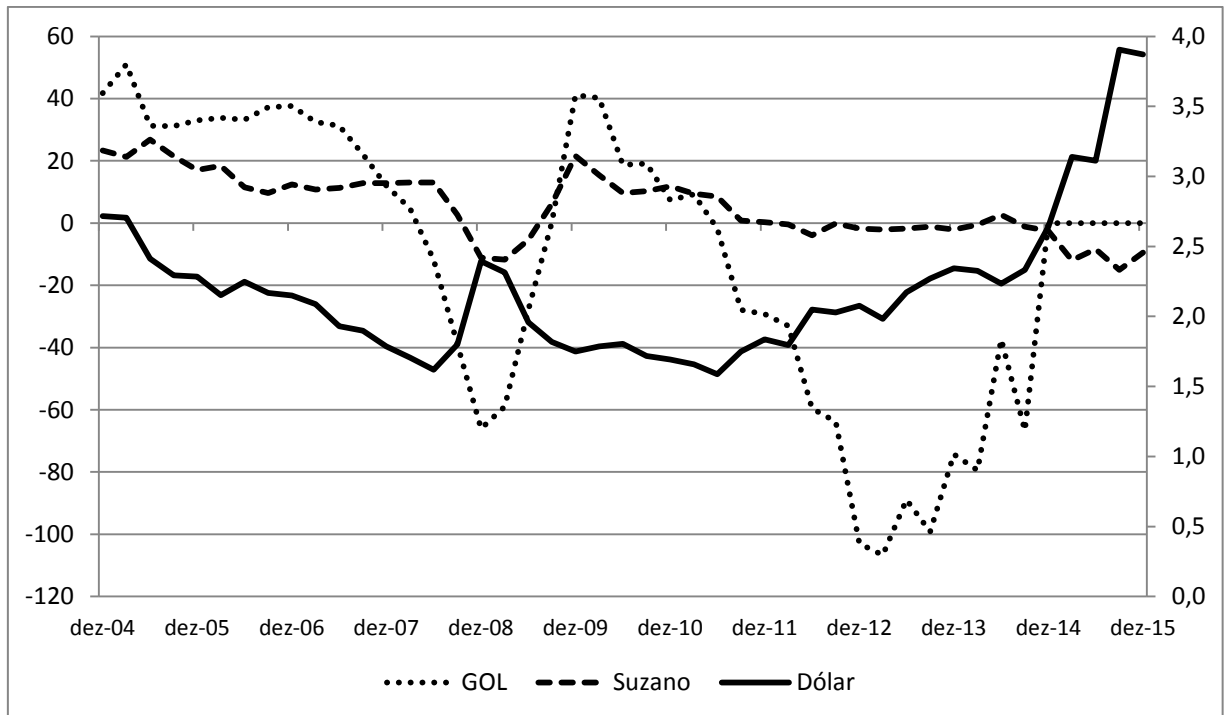
4.2.7.1 Retorno do Patrimônio Líquido

O objetivo principal de um Indicador de Rentabilidade é caracterizar a capacidade da empresa de gerar resultado a partir do capital investido (PINHEIRO, 2014). Para verificar isto, faz-se necessário a utilização de algum parâmetro para análise, principalmente em relação às vendas ou ao lucro (IUDÍCIBUS, 2013).

Uma avaliação possível do retorno que uma empresa propicia é compará-lo com os recursos próprios da empresa. Neste caso, o Retorno do Patrimônio Líquido pode afetar o valor de mercado das ações e ser de vital importância para os acionistas (PINHEIRO, 2014). Além disso, para Matarazzo (2010), este indicador pode ser comparado com outras opções de investimento e Ross *et al.* (2013) complementa que este é o verdadeiro medidor de desempenho do lucro, visto que o objetivo da empresa é beneficiar os acionistas.

O Retorno do Patrimônio Líquido registra dois comportamentos distintos para as empresas analisadas. No Gráfico 17, observa-se que a Suzano conseguiu manter um retorno entre 15% e 20% entre 2004 e 2008. Após este período, apresentou uma queda para 12%, seguida de uma retomada até 20% e, novamente, um decréscimo, atingindo o valor próximo de 0%. Durante o ano de 2015, registrou retornos abaixo de 0, entre -10% e -15%. Já a GOL registrou valores bastante voláteis, iniciando a série próxima a 40% de retorno e mantendo este número entre 30% e 40% entre 2004 e 2007. A partir daí, o Retorno do Patrimônio Líquido teve uma queda relevante até -60% em dezembro de 2008 e retomando o crescimento rapidamente até 40% novamente em dezembro de 2009. Após atingir novamente este pico, a GOL registrou seguidas quedas durante três anos e o retorno da companhia se encontrava ao redor de -100%. Por fim, nos últimos dois anos este valor se recuperou e hoje encontra-se em 0%.

Gráfico 17 - Retorno do Patrimônio Líquido (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

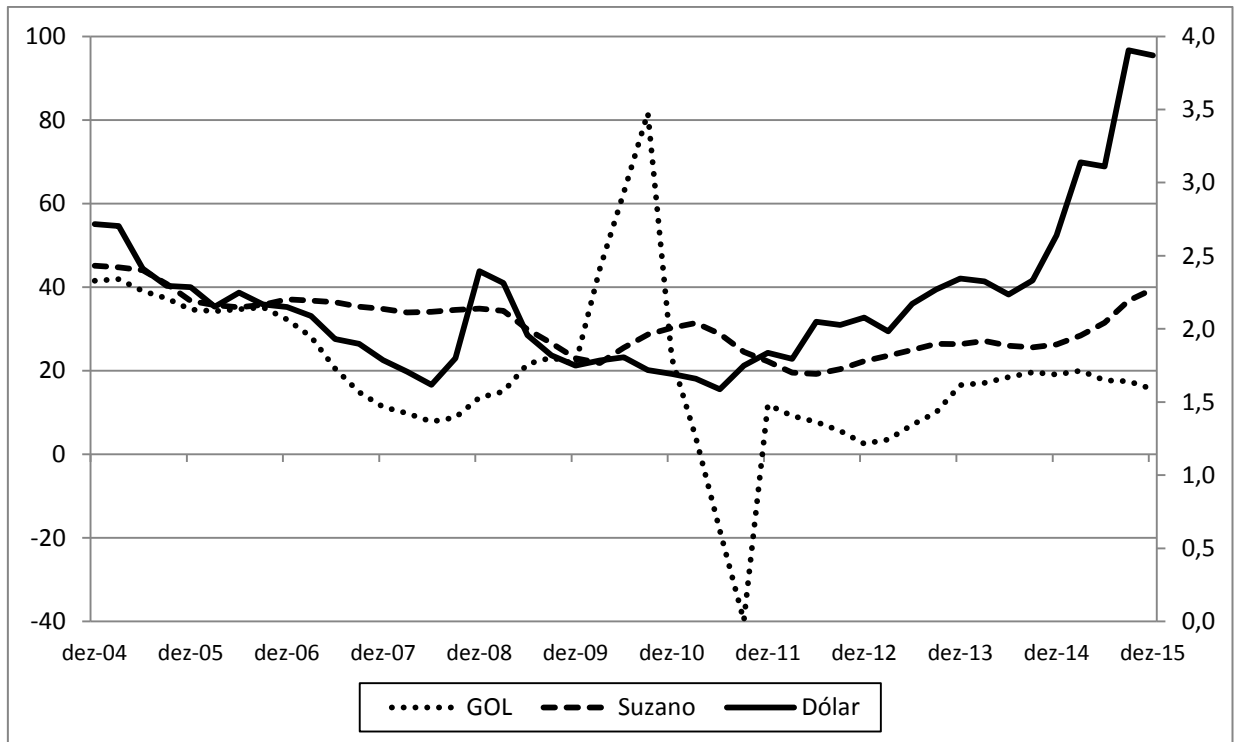
O Retorno do Patrimônio Líquido traz oscilações inversamente proporcionais dos números das empresas em relação à variação cambial. No caso da Suzano, o valor de correlação encontra-se em -0,4, ou seja, quando o dólar está em alta, o Retorno do Patrimônio Líquido diminui, contrariando as expectativas de um aumento do retorno com o aumento das vendas ou dos valores provenientes da conversão. Dado que este indicador é composto pela divisão entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido – e que o Patrimônio Líquido se manteve na faixa dos R\$ 4.000.000.000 durante todo o período -, podemos afirmar que toda a variação é procedente do Lucro Líquido, que será melhor abordado no Gráfico 22. Já a GOL apresenta um valor de correlação de -0,1, indicando baixa relação com a variação cambial e, diferentemente da Suzano, a variação do seu indicador advém tanto de alterações no Patrimônio Líquido como do Lucro Líquido. Mais expressivamente, a GOL apresenta prejuízos desde junho de 2011 e seu Patrimônio Líquido encontra-se negativo desde dezembro de 2014.

4.2.7.2 Margem Bruta

Além do Retorno sobre o Patrimônio Líquido, outra maneira de analisar a rentabilidade de uma empresa é identificar o comportamento da Margem Bruta, da Margem Operacional, da Margem EBITDA e da Margem Líquida nas Demonstrações de Resultado do Exercício. Salienta-se que, conforme Pinheiro (2014), os valores da margem dependem, principalmente, do tipo de empreendimento de cada empresa. Apesar disso, visualizar o comportamento de cada uma das margens mostra o esforço da empresa em aumentar a eficiência da sua operação, aumentando receitas e reduzindo custos (IUDÍCIBUS, 2013).

A Margem Bruta é a primeira a ser extraída da Demonstração do Resultado do Exercício e representa a relação entre Lucro Bruto e as Vendas Líquidas, sendo descontado somente o custo das mercadorias vendidas para a obtenção do Lucro Bruto. No Gráfico 18, observa-se que a Suzano Papel e Celulose manteve sua Margem Bruta na faixa entre 20% e 40% durante todo o período analisado. Foi capaz de manter próxima a 40% entre 2004 e 2008, mas sofreu uma queda para 20% e operou neste valor até o final de 2014, quando começou a recuperação deste índice e finalizou 2015 em 39,5%. Já a GOL Linhas Aéreas registrou valores mais inconsistentes, tendo iniciado a série próxima a 40% e sofrendo uma queda para 10% em meados de 2008. Entre dezembro de 2009 e dezembro de 2011, chegou a atingir 80% de Margem Bruta em setembro de 2010 e -40% em setembro de 2010. Após esta oscilação, manteve-se próxima de 20% de 2013 até o final da série analisada.

Gráfico 18 - Margem Bruta (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

O índice de correlação encontrado para a Margem Bruta e a variação cambial é de 0,1 para a GOL e 0,4 para a Suzano, ou seja, novamente a companhia aérea apresenta uma correlação quase nula com a variação cambial, enquanto que a Suzano apresenta uma relação proporcional, as oscilações da Margem Bruta da Suzano acompanham a apreciação e depreciação do dólar. Para a Suzano, é possível observar no Gráfico 21 que, durante a primeira metade do período analisado, a Margem Bruta decresce, acompanhando o longo declínio do dólar. A partir de 2011, o dólar retoma o crescimento e a Margem Bruta também, apesar de não na mesma intensidade. Já a GOL apresenta valores bastante distintos entre 2010 e 2011, mas o importante a salientar é que a GOL tem uma Margem Bruta positiva, inclusive com valores próximos aos praticados entre 2007 e 2009, período anterior à crise de 2008 e a apreciação do dólar.

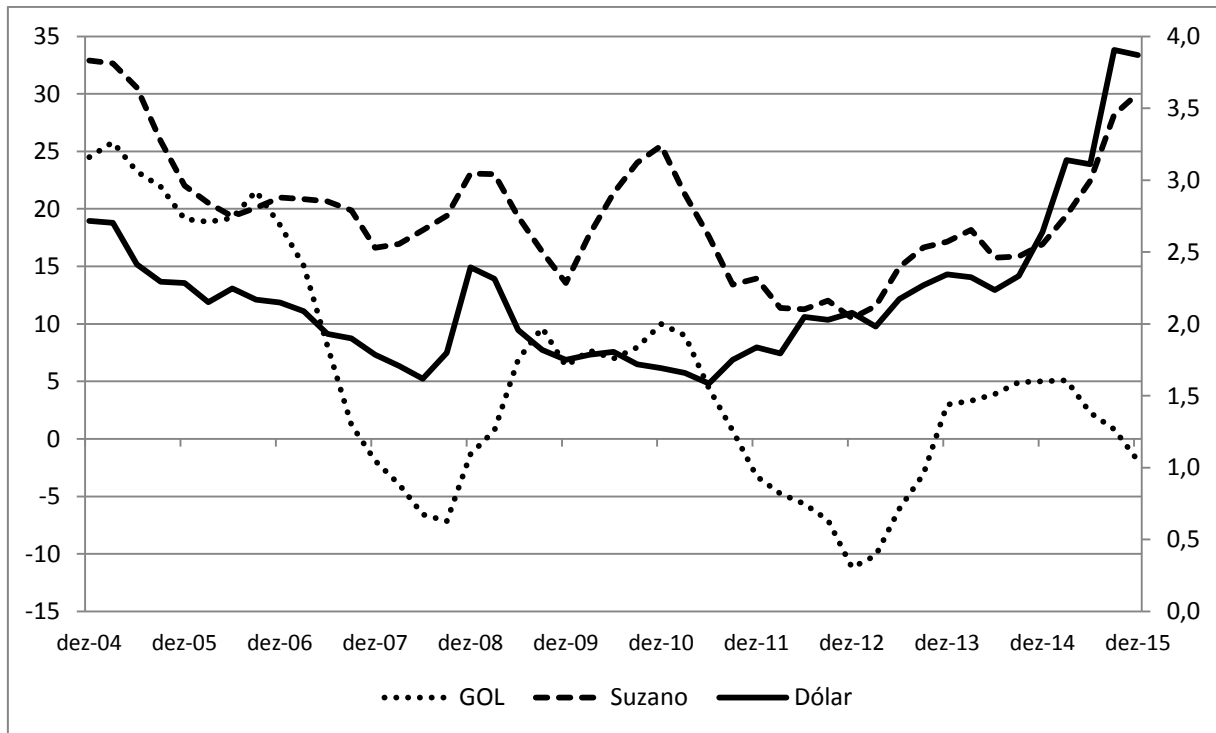
4.2.7.3 Margem Operacional

A segunda margem encontrada na Demonstração do Resultado do Exercício é a Margem Operacional. Esta é obtida a partir da relação entre o Lucro Operacional e as Vendas Líquidas e evidencia o desempenho da empresa ao desenvolver a sua atividade-fim (PINHEIRO, 2014). O Gráfico 19 registra a variação da Margem Operacional para as duas empresas analisadas.

A GOL Linhas Aéreas teve diversas quedas e altas desta margem durante a série escolhida. Mais especificamente, a empresa apresentou nos dois primeiros anos uma margem próxima de 20% a 25%, sofrendo uma vertiginosa queda em seguida e aterrissando numa margem abaixo de -5% em meados de 2008. O ano de 2009 foi de recuperação da margem, atingindo um valor próximo de 10% que se manteve neste patamar por mais dois anos. Por fim, a empresa sofreu outra vez uma queda e depois retomou um período de alta, reduzindo sua margem de 10% para -10% num prazo de dois anos e retomando para um patamar próximo aos 5% nos últimos dois anos da série.

Por sua vez, a Margem Operacional da Suzano Papel e Celulose apresentou menor variação em relação a da GOL. Iniciou a série em 35%, mas se retraiu e registrou valores entre 15 e 25% durante quase todo o período analisado – com exceção de dois anos entre 2011 e 2013 em que a margem ficou próxima de 10%. Ao final, o último ano foi de recuperação apresentando ao final da série margem operacional próxima de 30%.

Gráfico 19 - Margem Operacional (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Quando comparadas com a variação cambial, a correlação destas empresas apresenta valores de 0,1 para a GOL Linhas Aéreas e 0,5 para a Suzano Papel e Celulose, novamente identificando baixa correlação da Margem Operacional da GOL e uma maior correlação para a da Suzano. No caso da fabricante de celulose, o Gráfico 19 evidencia que a inclinação do gráfico da Margem Operacional e da variação cambial são próximos, indicando que quando o dólar está apreciado a Margem Operacional cresce, enquanto que com o dólar depreciado a mesma diminui. Uma observação cabível é sobre o limite da Margem Operacional da Suzano: existiria um valor que, independente da apreciação do dólar, é um limite para o aumento da margem, como uma margem operacional limite do setor? A comparação aqui é entre o início do período analisado em que o dólar encontrava-se em R\$ 2,72 e a Margem Operacional em 32,9% e o final do período analisado em que mesmo com um dólar muito mais apreciado em R\$ 3,87, a Margem Operacional está em 30%, ou seja, mantendo-se no mesmo nível do momento anterior mesmo com o dólar apreciado. Confirmando-se este patamar de limite do setor, um aumento indefinido da taxa de câmbio não necessariamente será benéfico para a empresa, visto que a receita não aumentaria numa velocidade maior que os custos. Já a GOL apresentou duas variações altas no seu resultado: no ano de 2008 ao atingir -7,2% e no ano de 2012 com -11,2%. Durante este período, a empresa apresentou valores de Margem

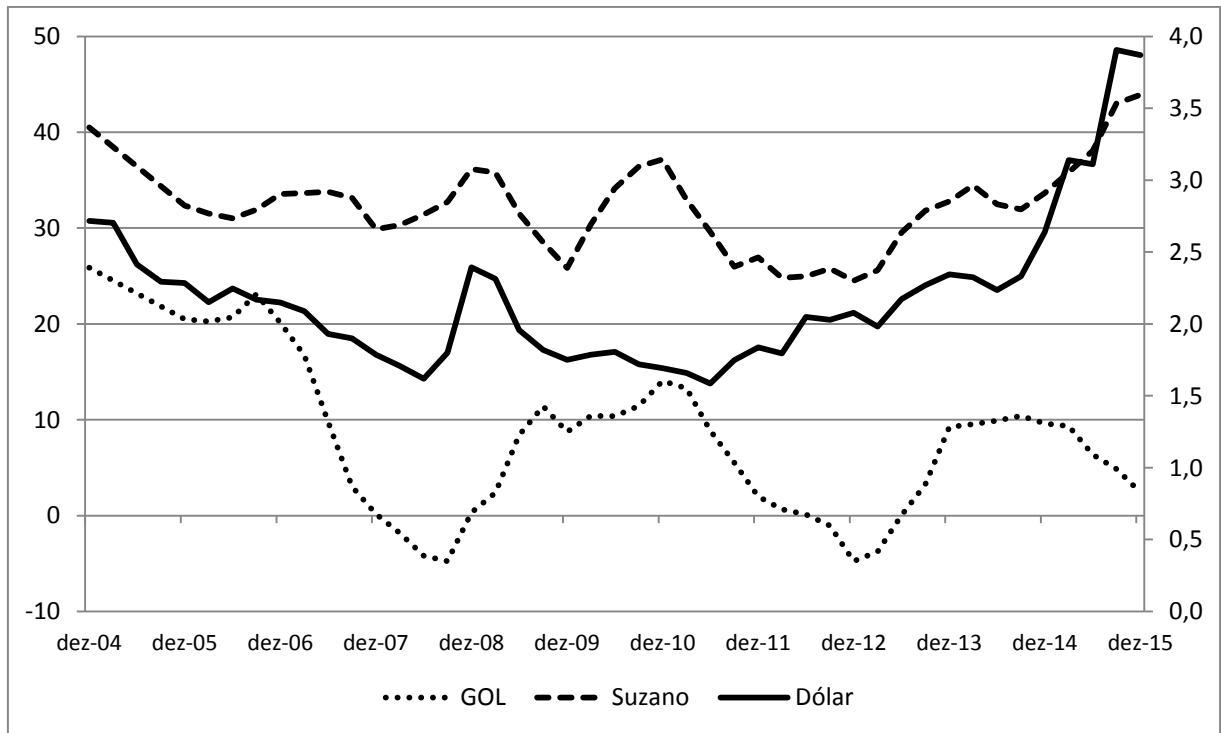
Operacional entre 5% e 10% num momento em que o dólar encontrava-se apreciado, mas, durante os outros anos apresentou um comportamento errático sem possibilidade de correlação com a Variação Cambial.

4.2.7.4 Margem EBITDA

A terceira margem obtida na Demonstração do Resultado do Exercício é a Margem EBITDA – relação entre o Lucro antes de Impostos, Juros, Depreciação e Amortização e as Vendas Líquidas. Diferentemente da Margem Operacional, a Margem EBITDA não leva em consideração a depreciação e a amortização, pois não representam saída efetiva de caixa. Em outras palavras, a Margem EBITDA não necessariamente será inferior a Margem Operacional, dado que a empresa geralmente apresenta valores significativos como amortização e depreciação.

No Gráfico 20, pode-se observar a Margem EBITDA de ambas as empresas. Durante a série analisada, a Margem EBITDA apresentou regularmente valores maiores do que a Margem Operacional. Para a Suzano, o incremento médio na margem ficou entre 5% e 10%, enquanto na GOL ficou entre 5% e 10%, principalmente a partir da metade da série analisada.

Gráfico 20 - Margem EBITDA (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

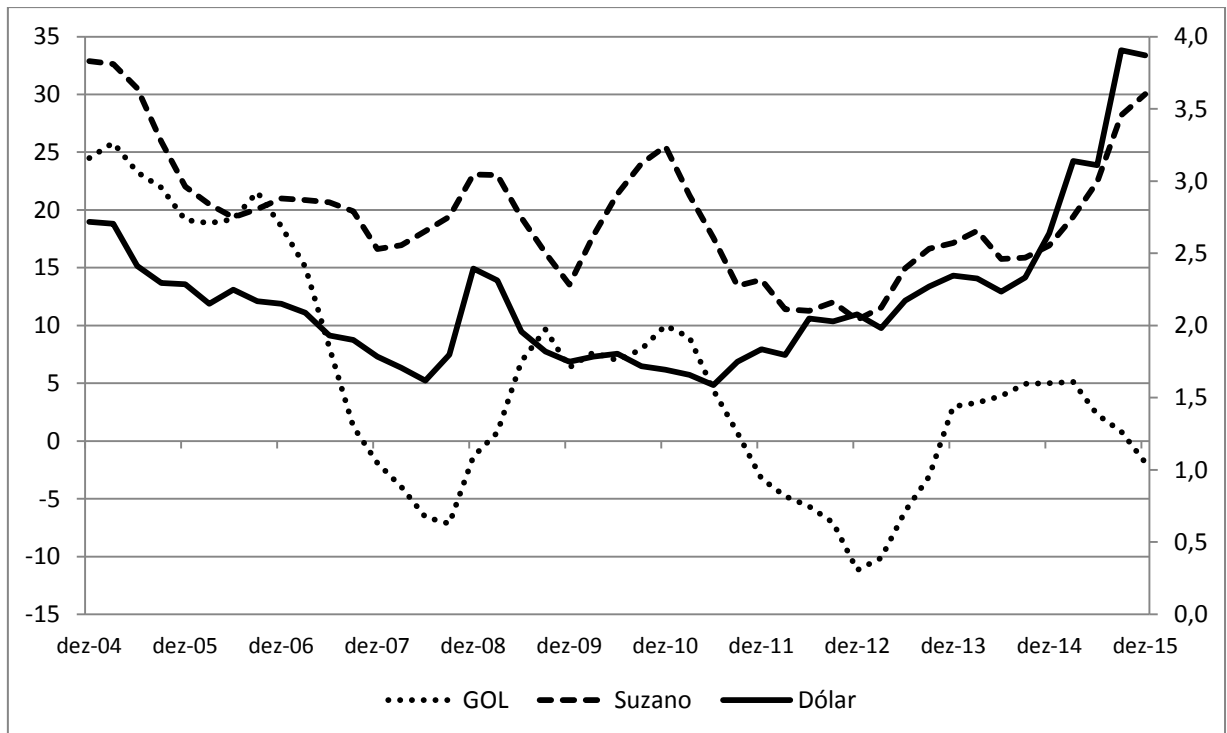
Da mesma maneira que a Margem Bruta e a Margem Operacional, a Margem EBITDA apresenta valores de correlação semelhantes para ambas as empresas: 0,1 para a GOL e 0,7 para a Suzano. O comportamento da Margem EBITDA para a GOL Linhas Aéreas é semelhante ao da Margem Operacional, entretanto, seus valores são melhores nesta margem do que na anterior. No lado da Suzano ocorre a mesma variação. As receitas e despesas operacionais da empresa estão mais fortemente correlacionadas com a Variação Cambial, pois o índice passa de 0,5 para 0,7.

4.2.7.5 EBITDA

Com o intuito de concretizar a grandeza da Margem EBITDA, o Gráfico 21 identifica os valores registrados do EBITDA em bilhões de reais para as duas empresas. No Caso da Suzano Papel e Celulose, é possível observar que, mesmo que a Margem EBITDA tenha se mantido numa faixa entre 25% e 40%, em valores totais o EBITDA não deixou de crescer

durante todo período analisado. Iniciando em um bilhão de reais, apresentou um crescimento lento nos anos seguintes, mas teve um crescimento vertiginoso a partir de meados de 2013 e terminou a série próximo de 4,5 bilhões de reais. Já a GOL Linhas Aéreas apresentou um comportamento de EBITDA parecido com a da sua Margem EBITDA. Registrou dois momentos de valores negativos – 2008 e 2013 –, mas manteve durante o restante do período um EBITDA sempre entre 0,7 e 1 bilhão de reais.

Gráfico 21 - EBITDA (em bilhões de reais) e Taxa de Câmbio



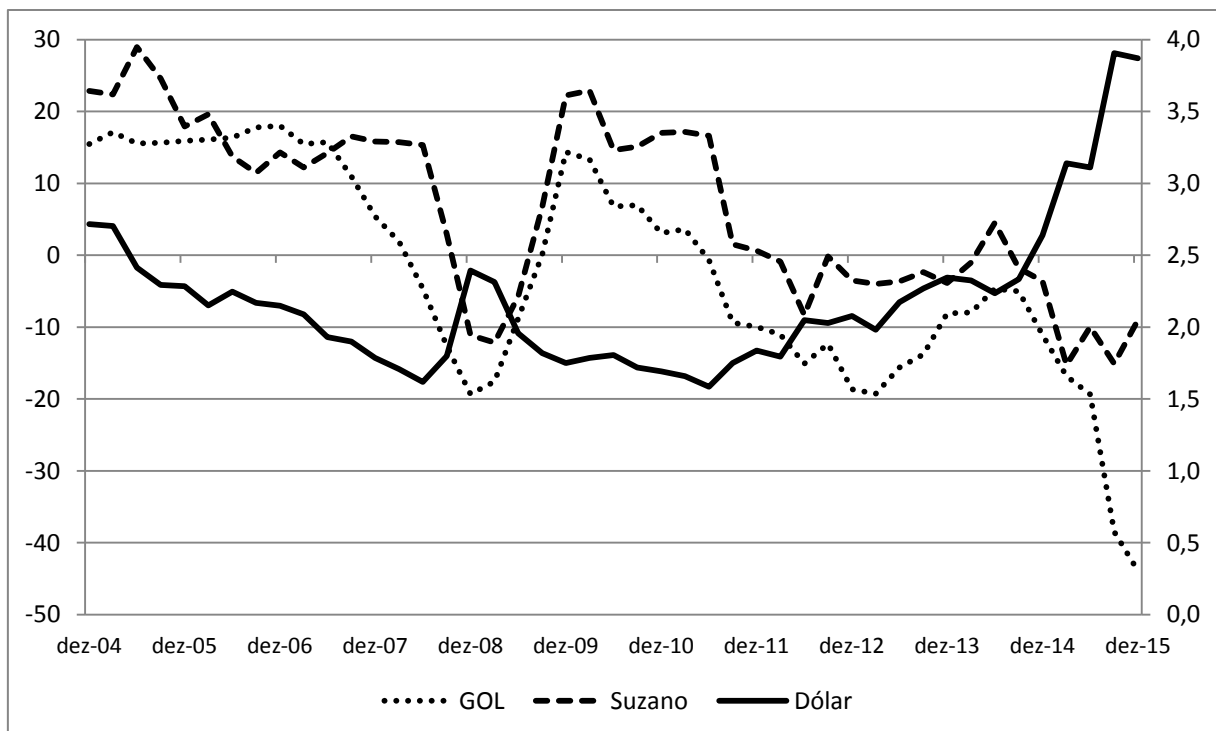
Fonte: Economática e IPEA Data

Na análise do EBITDA identifica-se uma correlação dos valores com a Variação Cambial de 0,2 para a GOL e de 0,8 para a Suzano. No caso da Suzano, podemos identificar que, apesar de não haver uma proximidade grande na primeira metade do período analisado, a partir de 2011 a inclinação da curva de variação cambial e de EBITDA é muito semelhante. Já no caso da GOL, os valores apresentam um comportamento semelhante ao dos apresentados anteriormente para Margem Bruta, Operacional e EBITDA, sinalizando apenas a grandeza do valor.

4.2.7.6 Margem Líquida

A quarta e última margem de uma Demonstração do Resultado do Exercício é a Margem Líquida, identificada pela relação entre Lucro Líquido e Vendas Líquidas. Dado que esta é a última linha de uma DRE, a eficiência medida por esta margem está relacionada com todos os âmbitos de geração de lucros de uma empresa (PINHEIRO, 2014). O Gráfico 22 apresenta a variação da Margem Líquida das duas empresas analisadas e é possível constatar que ambas registraram comportamentos de queda e ascensão semelhantes. Tanto a GOL quanto a Suzano apresentaram, em média, uma Margem Líquida entre 15% e 20% nos primeiros três anos da série. Após isto, num período de dois anos sofreram uma queda vertiginosa para próximo de -15% de margem e logo retomaram o nível de 15% a 20%. A partir de 2009, ambas empresas apresentaram um longo declínio – a GOL, inclusive, sofreu uma queda brusca ao final do período analisado – que fez com que o resultado final da Margem Líquida seja de -10% para a Suzano Papel e Celulose e -38% para a GOL Linhas Aéreas.

Gráfico 22 - Margem Líquida (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

De forma contrária aos outros Indicadores de Rentabilidade, a Margem Líquida apresenta a mesma correlação com a variação cambial para as duas empresas: -0,5, ou seja, uma correlação inversamente proporcional, indicando que quando o dólar aprecia, a Margem Líquida diminui. Isto, em tese, é coerente para o resultado da GOL Linhas Aéreas, mas não é o esperado para o da Suzano Papel e Celulose, principalmente devido aos resultados obtidos nos indicadores anteriores.

4.2.8 Indicadores de Valor de Mercado

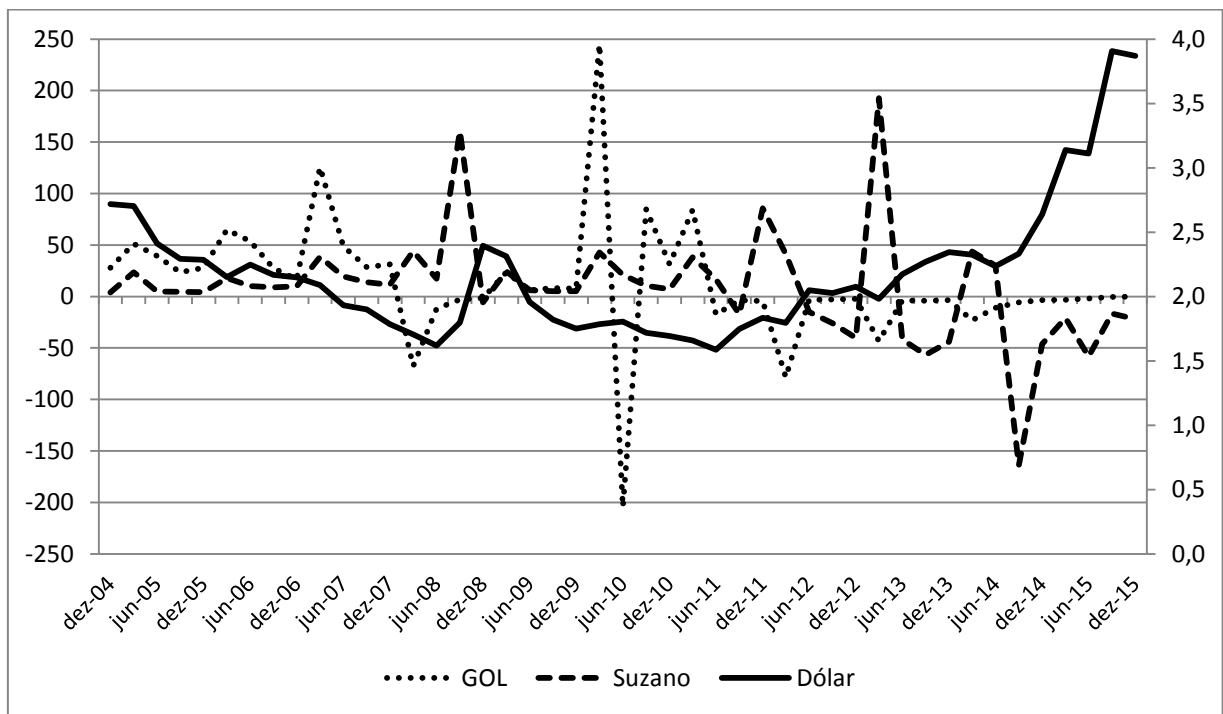
4.2.8.1 Preço por Lucro

Os Indicadores de Valor de Mercado têm por objetivo valorar as ações da empresa na comparação com outras, principalmente em relação ao preço, dividendos, lucro, etc (BRIGHAM e ERHARDT, 2012). De forma mais prática, Pinheiro (2014) afirma que a grande utilidade destes indicadores é o auxílio que eles prestam ao investidor no momento de identificar ativos baratos ou caros. Um dos indicadores mais utilizados nesta medição é o Índice Preço por Lucro que sinaliza a quantidade que os investidores estão dispostos a pagar pelo lucro atual, com um valor alto sendo indicativo de perspectivas de crescimento para a empresa (ROSS *et al.*, 2013).

No Gráfico 23, é possível visualizar o comportamento deste indicador para a GOL Linhas Aéreas e para a Suzano Papel e Celulose. No caso da companhia aérea, os investidores pagaram um valor próximo a cinquenta vezes acima do lucro nos primeiros três anos de listagem na Bolsa de Valores. Após este período, ocorreram três momentos significativos de valores negativos, ou seja, em que a empresa postou prejuízo na operação. O primeiro em março de 2008, atingindo o patamar de -67,67; o segundo em junho de 2010 no valor de -204,29; e o terceiro em março de 2012 com -78,51. Além disso, dois momentos positivos significativos ocorreram em março de 2010 ao atingir 244,75 e entre setembro de 2010 e março de 2011 ao se manter próximo de 80. Em outras palavras, a GOL Linhas Aéreas iniciou

operações com expectativas de crescimento que resultaram num alto Índice Preço por Lucro, mas logo depois variações significativas ocorreram. Atualmente, o Índice Preço por Lucro encontra-se próximo de zero. Já Suzano Papel e Celulose, durante os primeiros sete anos analisados, apresentou valores positivos para este indicador, que oscilaram, principalmente, entre 10 e 30 e registraram três valores bem acima do comum: 160,61 em setembro de 2008, 85,74 em dezembro de 2011 e 192,55 em março de 2013. Entretanto, nos dois últimos anos a empresa vem registrando um Índice Preço por Lucro negativo, devido ao prejuízo que vem apresentando no Lucro Líquido.

Gráfico 23 - Preço por Lucro (em unidades) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Na comparação com a variação cambial, o Índice Preço por Lucro apresentou correlação de 0 para a GOL Linhas Aéreas e -0,3 para a Suzano Papel e Celulose. Ou seja, de forma geral, este Índice tem uma baixa relação com as alterações na cotação do dólar. Esta afirmação pode soar estranha, principalmente se recordarmos a atenção que os investidores da Bolsa de Valores tem sobre o valor diário do dólar e como se esperaria que isso impactasse na avaliação da empresa. Além disso, não são poucos os analistas e sites especializados que

fazem recomendações de compra para a carteira de investimentos baseados na variação cambial.

4.2.8.2 Lucro por Ação

Outro indicador utilizado por investidores é o Lucro por Ação, que identifica quantos reais de lucro gera cada ação. É importante salientar que nem todo lucro é repassado ao acionista e, portanto, este indicador não está representando um valor a ser recebido pelo acionista. No caso da Suzano, observado no Gráfico 24, o Lucro por Ação permaneceu entre R\$ 1,50 e R\$ 2,00 desde dezembro de 2004 até meados de 2008 e também entre dezembro de 2009 e meados de 2011. No restante do período, o valor ficou próximo de zero e por dois momentos apresentou tendência negativa. No primeiro, em dezembro de 2008, apresentou Lucro por Ação de R\$ -1,16 e, no segundo e mais recente, R\$ -0,85 em dezembro de 2015.

A GOL, por outro lado, apresentou valores negativos durante a maior parte do período analisado. Apesar de um valor acima de R\$ 2,00 nos primeiros três anos e um pico de R\$ 3,82 em dezembro de 2009, a companhia aérea registrou seguidos valores negativos, inclusive mais recentemente com uma queda histórica. A primeira queda ocorreu entre março de 2008 e junho de 2009, atingindo um valor mínimo de R\$ -6,19. A segunda queda iniciou em junho de 2011 e se estende até dezembro de 2015, atingindo um valor de R\$ -14,36.

Gráfico 24 - Lucro por Ação (em reais) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Na análise do índice Lucro por Ação salienta-se que os valores foram atualizados com o mesmo número de ações do fechamento de dezembro de 2015, permitindo homogeneização dos dados e uma melhor visualização da variação. Para ambas as empresas, a análise de correlação encontrou valor de $-0,7$, indicando uma correlação negativa com a variação da taxa de câmbio. Ou seja, ambas as empresas apresentam correlação inversamente proporcional à variação cambial – o Lucro por Ação diminui quando o dólar aprecia e aumenta quando o dólar se deprecia. Esta informação é contra intuitiva para a Suzano – mas não para a GOL -, dado que a expectativa com o dólar apreciado é de maior receita e, conseqüentemente, maior lucro.

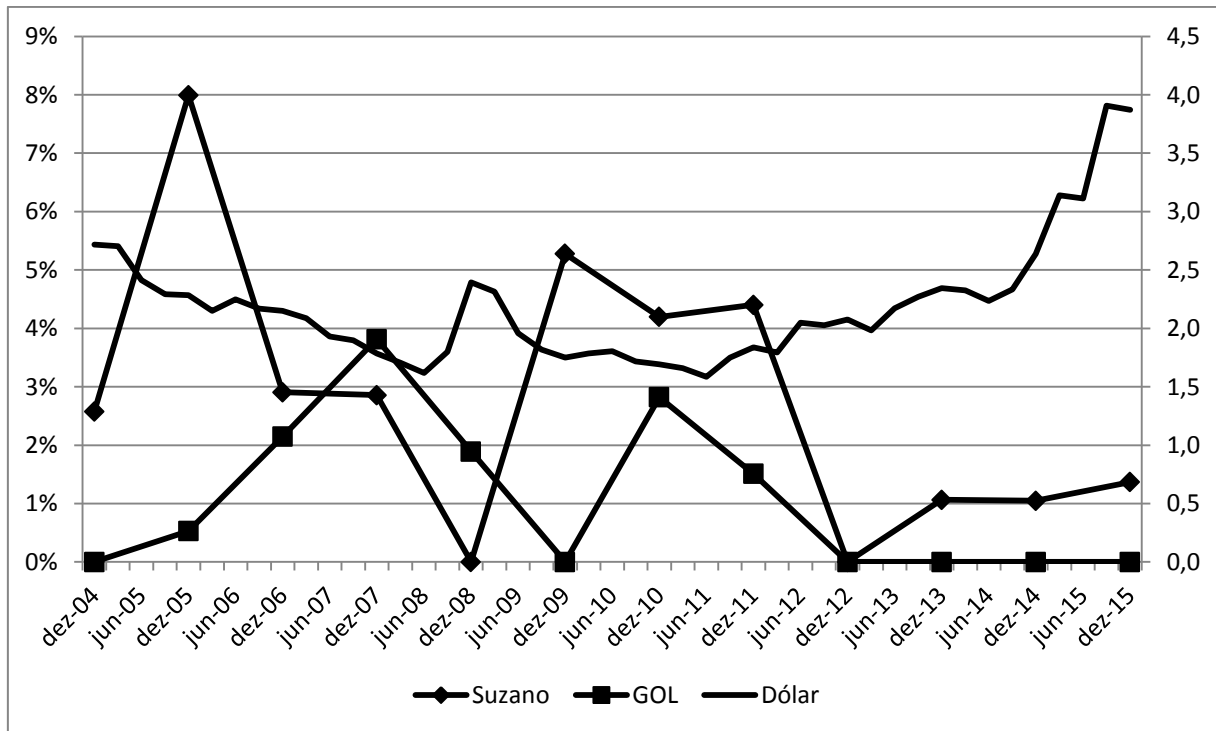
4.2.8.3 Retorno em Dividendos

Um dos indicadores essenciais para a tomada de decisão de um investidor é o indicador conhecido como Retorno em Dividendos (*Dividend Yield*, em inglês), afinal este representa a rentabilidade que um acionista recebe em determinado ano (PINHEIRO, 2014). Segundo Pinheiro (2014), a interpretação correta deste índice é de que quanto maior o valor – em outras palavras, a rentabilidade dos dividendos –, mais satisfatório para o acionista.

No Gráfico 25, observa-se a variação dos pagamentos de dividendos em relação ao valor de mercado, ou seja, a rentabilidade que cada acionista obteve do seu patrimônio investido na companhia. No caso da Suzano Papel e Celulose, identificam-se pagamentos durante os anos de 2004 a 2011, com exceção de 2008. Entretanto, importante salientar que mesmo com a apreciação do dólar durante os anos de 2009 a 2011, a empresa não deixou de efetuar a distribuição de dividendos. Após este período e já com a apreciação do dólar tomando forma, a Suzano passou três anos seguidos sem efetuar pagamentos de dividendos.

Por outro lado, a GOL Linhas Aéreas apresentou um retorno de dividendos inconstante durante o período analisado. Não pagou dividendos no ano de 2004, efetuou pagamento em quatro anos consecutivos, depois deixou de pagar em 2009, retomou em 2010 e 2011 e, desde então, não fez mais nenhum pagamento de dividendos. Os pagamentos variaram entre 0,5% e 4%.

Gráfico 25 - Dividend Yield (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

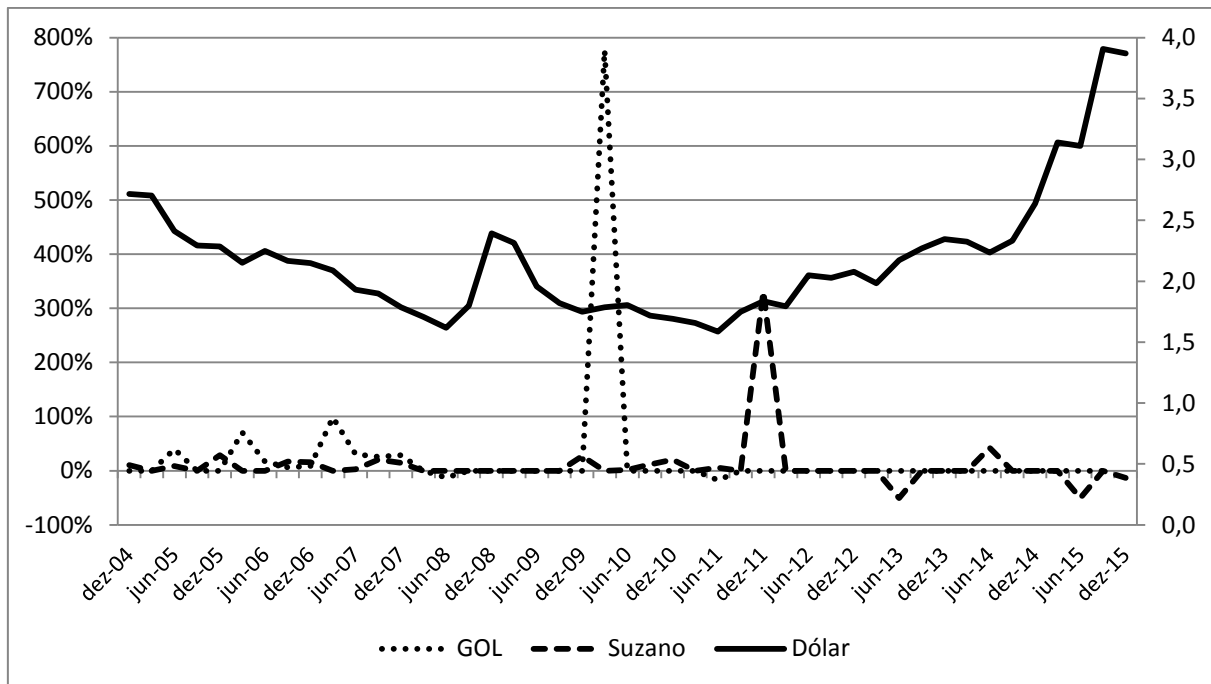
O indicador de *Dividend Yield* é outro que apresenta a correlação em linha com a expectativa sobre o impacto do dólar para a GOL e destoante para a Suzano. Os valores encontrados para a correlação foram de -0,5 para a GOL Linhas Aéreas e -0,4 para a Suzano Papel e Celulose, ou seja, indicando uma correlação de intensidade média entre a variação cambial e o pagamento de dividendos.

4.2.8.4 Pay-Out

Por fim, o índice de distribuição de lucros (*Pay-Out*) registra o “percentual do lucro líquido, apurado nos 12 meses anteriores à divulgação do último balanço, pago sob a forma de proventos” (PINHEIRO, 2014, p. 552). No Gráfico 26, observa-se a comparação do desempenho entre a GOL e a Suzano, com ambas as empresas apresentando um comportamento similar e regular durante todo o período com alguns valores de destaque para

cada uma. Os três momentos de maior valor deste índice (Março de 2006, Março de 2007 e Março de 2010) apresentam a mesma tendência: pagamentos de dividendos dentro do padrão e valor abaixo da média do Lucro Líquido. Já a Suzano tem apenas um momento de destaque que foi influenciando tanto por um Lucro Líquido baixo como um valor alto de pagamento de dividendos.

Gráfico 26 - Pay-Out (em %) e Taxa de Câmbio



Fonte: Economática e IPEA Data

Em respeito à correlação, ambas as empresas têm números que definem uma correlação inversamente proporcional, mas com baixa força de correlação. Enquanto que a GOL apresentou um valor de -0,1, a Suzano registrou -0,2. Ou seja, mesmo que a força desta correlação seja baixa, apresenta-se uma tendência compatível com a expectativa do mercado para a GOL Linhas Aéreas, mas não para a Suzano Papel e Celulose. Se compararmos com os valores do indicador Distribuição de Lucros, é possível conjecturar que apesar da frequência dos pagamentos ter aumentado para a Suzano, estes não acompanham o crescimento do Lucro Líquido, provavelmente não recompensando o seu acionista.

4.2.8.5 Preço por Fluxo de Caixa e Valor de Mercado pelo Valor Contábil

Outros dois indicadores a serem ressaltados são o Índice Preço por Fluxo de Caixa e o Valor de Mercado pelo Valor Contábil, apesar de não apresentarem resultados significantes para a pesquisa. O Índice Preço por Fluxo de Caixa registra o valor do lucro líquido mais a amortização e a depreciação para formar o indicador (BRIGHAM e ERHARDT, 2012). Em relação ao índice Preço por Ação sobre Fluxo de Caixa por Ação, identifica-se uma correlação de zero – ou seja, inexistente – da GOL Linhas Aéreas com a variação cambial e de -0,4 para a Suzano Papel e Celulose. No caso da companhia de celulose, dois aspectos são importantes: a baixa variação deste indicador e a correlação inversamente proporcional. Este indicador para a Suzano tem uma oscilação baixa, principalmente em comparação com a GOL, e somente sofreu variações maiores num período mais recente. O segundo ponto a ser identificado é a correlação inversamente proporcional, dado que o senso comum poderia aguardar um maior fluxo de caixa com a apreciação cambial, quando o que ocorre neste caso é uma diminuição do fluxo de caixa – principalmente nos últimos anos e inclusive com valores negativos – que acarreta em valores maiores para este índice.

Outro indicador comumente utilizado pelo mercado financeiro é o Valor de Mercado pelo Valor Contábil. Neste caso, compara-se o valor de mercado da empresa, ou seja, a sua valorização acionária, com o valor patrimonial dela, aquele efetivamente contido na demonstração financeira. (PINHEIRO, 2014). Apesar da baixa variabilidade se comparada com o desempenho da GOL neste indicador, a Suzano registrou correlação do Valor de Mercado por Valor Contábil com a Variação Cambial de 0,7, enquanto que a companhia aérea obteve -0,2. Este comportamento distinto está em linha com a ideia de que um dólar apreciado aumenta o valor de mercado da Suzano e diminui o da GOL, enquanto que um dólar depreciado sugere a situação inversa. Entretanto, podemos observar que a Suzano Papel e Celulose apresenta uma correlação muito mais forte que a da companhia aérea e que o principal influenciador deste índice é o Valor de Mercado e não o Valor Contábil. Ou seja, a variação deste valor e a consequente correlação estão muito mais alinhadas com a movimentação no mercado acionário do que com o aumento ou diminuição de patrimônio da empresa. Do lado da GOL o mesmo fenômeno é registrado. Entretanto, a variação do Valor de Mercado da empresa é muito maior e, como resultado, aumenta a variação do índice e se mostra sem muita correlação com a variação cambial. Importante salientar apenas que, no

momento em que o dólar atinge valores históricos nos últimos anos, o Valor Patrimonial da GOL torna-se negativo.

5. CONCLUSÃO

Este estudo procurou investigar se o senso comum de que empresas exportadoras se beneficiam com a alta do dólar enquanto empresas com obrigações em dólar e receitas predominantemente em reais são prejudicadas pela alta do dólar. As duas empresas escolhidas para análise operam em setores distintos e têm estrutura de negócios distinta. Apesar disso, julgou-se inicialmente que seria interessante fazer uma comparação dos resultados de ambas ao longo de um período em que a variação cambial teve grandes oscilações. Entendeu-se que o estudo tinha interesse porque o investidor não especializado pode ser tentado a tomar suas decisões de investimento baseado em noticiário não especializado, agindo com base no senso comum, sem fazer uso de informações estruturadas acessíveis.

Nunca foi tão fácil obter as informações desejadas como no presente momento da história – principalmente sobre a situação dos mercados, da economia e das empresas. O que antigamente era assunto para *experts* do setor financeiro e necessitava de aconselhamento de profissionais com formação em investimentos, agora pode ser feito através de aplicativos, pelo telefone, pela *web*, etc. Esta “democratização” do investimento ou da análise econômica definitivamente não pode ser considerada maléfica para a sociedade, muito pelo contrário. Permitir que os indivíduos se tornem mais autônomos e tenham a capacidade de analisar e gerir seu próprio patrimônio é um benefício incalculável do século XXI. Entretanto, o aumento de interesse neste assunto também evidencia a maneira binária com que muitos veículos de comunicação podem traduzir notícias e análises para facilitar o entendimento do público. Diversas reportagens que são publicadas informam as ações que se beneficiam e que se prejudicam de certo evento econômico, como se as ações pudessem ser classificadas em dois grupos distintos de comportamento. Um exemplo disto são as frequentes análises sobre a variação cambial e as apostas que são feitas nos resultados destas empresas^{12, 13, 14}. Por

¹² Alta do Dólar prejudica ações de ao menos 22 empresas na Bovespa. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/alta-do-dolar-prejudica-acoes-de-ao-menos-22-empresas-na-bovespa-8791823>. Acesso em 9 jun. 2016.

¹³ Quais setores ganham e quais perdem com a alta do dólar. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/quais-setores-ganham-e-quais-perdem-com-a-alta-do-dolar>. Acesso em 9 jun. 2016.

¹⁴ As 14 ações que se protegem do provável cenário de disparada do dólar e da inflação. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/blogs/o-investidor-de-sucesso/post/4537707/acoes-que-protegem-provavel-cenario-disparada-dolar-inflacao>. Acesso em 9 jun. 2016.

entender que o comportamento das empresas não pode ser enquadrado num pensamento binário, o presente estudo partiu da premissa de que os indicadores financeiros da GOL Linhas Aéreas S.A. e da Suzano Papel e Celulose S.A.- exemplos de empresa que estão em lados diferentes da avaliação em relação ao dólar - não correspondem com a ideia proclamada de que há ganhadores e perdedores com a alta ou baixa do dólar – ao menos durante o período de 2004 a 2015 e dos indicadores financeiros analisados.

Para atingir o objetivo da pesquisa, delimitou-se, primeiramente, quais indicadores poderiam sofrer influência da variação cambial, quais os indicadores mais popularmente utilizados na análise de empresas e quais os efeitos que a literatura prescreve da taxa de câmbio na economia de um país. Com isso, foi possível realizar o embasamento teórico necessário, com conceitos de Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício – inclusive em termos de legislação, principalmente com a alteração do padrão de L.S. para IFRS – com os indicadores mais importantes e significativos para a análise da empresa com possibilidade de influência da taxa de câmbio. Em resumo, as principais avaliações dos dados publicados por uma empresa são os da dinâmica de pagamentos e recebimentos (Ciclo Operacional e Financeiro), os da estrutura da dívida da empresa (Indicadores de Estrutura de Capital), os da capacidade de honrar pagamentos e dívidas (Indicadores de Liquidez Financeira), os da eficiência na geração de valor e manutenção do futuro da empresa (Indicadores de Rentabilidade) e o do valor gerado ao acionista (Indicadores de Valor de Mercado). Assim, entende-se que foi possível ter uma ideia do possível impacto da variação cambial através de diferentes óticas e montar um panorama geral para confirmar ou não a premissa inicial.

Para analisar estas informações, utilizou-se os dados providos pelo *software* Economática - que compila os dados financeiros e de mercado das empresas de capital aberto do Brasil – e os registros da taxa de câmbio entre real e dólar do IPEA Data. Salienta-se que alguns indicadores já se encontravam disponibilizados pelo Economática, sendo necessária apenas uma verificação do método de cálculo para alinhamento com a teoria explicitada anteriormente. Com o intuito de complementar a análise dos indicadores financeiros, foi realizada uma Análise de Correlação – método estatístico que visa identificar padrões de comportamento similares entre dois conjuntos de dados – para quantificar a relação de cada uma das empresas com a variação cambial.

Antes de avaliar o comportamento dos indicadores, a taxa de câmbio entre dólar e real foi analisada, visando identificar o período mais oportuno de análise. Resultado disto foi a

exclusão do período entre 1994 e 2004, pois até 1999 a taxa de câmbio sofria um controle forte por parte do Banco Central e entre 1999 e 2004 os dados da GOL Linhas Aéreas S.A. não estavam disponíveis por ela ainda não ter seu capital listado em bolsa. Após este ajuste no período da taxa de câmbio a ser analisado, sinalizou-se os eventos mais importantes em termos econômicos no Brasil e no mundo, visto que isto auxiliaria o leitor a entender a motivação por trás da apreciação ou depreciação do dólar durante o período analisado. Além disso, o histórico de ambas as empresas foi apresentado, permitindo um entendimento sobre os passos de cada uma até o período analisado e um panorama sobre como ela operou durante os anos de 2004 a 2015.

Por fim, analisou-se os indicadores financeiros da GOL Linhas Aéreas S.A. e da Suzano Papel e Celulose S.A. e a sua relação com a variação cambial do período de 2004 a 2015. A primeira seção analisa a estrutura da dívida das empresas, visto que dívida é algo presente no universo das empresas e a taxa de câmbio pode influenciar tanto a dinâmica de empréstimos (nacional ou internacional), o custo dos empréstimos e a necessidade de captar empréstimos. Dos índices analisados, destaca-se o comportamento da Dívida Bruta e da Dívida Líquida, da Dívida Bruta em relação ao Ativo Total e do Exigível Total sobre a Receita. Nestes três índices, pode-se observar que a GOL Linhas Aéreas S.A. apresentou um comportamento dentro do esperado: correlação positiva de 0,5 entre as Dívidas Líquida e Bruta e a taxa de câmbio, correlação positiva de 0,4 para a Dívida Bruta pelo Ativo Total e correlação positiva de 0,3 para o Exigível Total sobre a Receita. Ou seja, nestes três indicadores, conforme o dólar apreciava em relação ao real, a dívida aumentava, a relação da dívida sobre o ativo aumentava e a relação do exigível total sobre a receita aumentava. Tudo isso pode indicar uma possibilidade de piora na situação econômica da empresa, visto que sem perspectivas de depreciação do dólar, o cenário pode ser de contínuo aumento das dívidas, na falta de soluções que diminuam o endividamento. Salienta-se, entretanto, que um aumento no endividamento não necessariamente é prejudicial para a empresa. Para a empresa Suzano, os índices de correlação são parecidos com o da GOL (exceção do Exigível sobre a Receita de -0,2), mas o valor final é distinto. A Suzano, ao contrário da GOL, mantém um patamar do endividamento constante em relação ao Ativo Total e com tendência de queda em relação a Receita com a recente alta do dólar. Isto nos permite afirmar que no período analisado, a Suzano teve maior capacidade de controle sobre o crescimento da dívida do que a GOL, mas ressalta-se que existe um crescimento da dívida e que um gerenciamento errôneo poderia causar problemas para a empresa.

Em relação à Liquidez das empresas, o resultado visível está muito mais no curto prazo e nos itens de variação imediata do que no longo prazo ou numa visão mais ampla da liquidez. Isto é evidenciado pelo fato de que a maior correlação com a taxa de câmbio é detectada no índice Liquidez Imediata, que leva em consideração os itens de Caixa e Equivalentes de Caixa das empresas. Ou seja, a primeira alavanca de combate aos aumentos ou decréscimos nos gastos com a variação cambial é o dinheiro imediatamente disponível e este apresenta uma correlação de -0,5 para a Suzano e -0,1 para a GOL. Assim, percebe-se que a GOL não apresenta uma importante correlação neste indicador, mas que a Suzano, por outro lado, tem uma correlação negativa importante, evidenciando que um aumento do dólar causa tanto um decréscimo de suas disponibilidades imediatas como um aumento do seu Passivo Circulante. Isto pode ser ocasionado tanto por uma maior confiança na sua geração de receita (e, por isto, uma diminuição na sua necessidade de caixa) quanto por um maior endividamento, principalmente de Financiamentos (que é observado no Balanço Patrimonial da empresa). Dado que a baixa liquidez pode ser tanto um sinal de dificuldades da empresa como de eficiência na alocação de recursos, pode-se apenas conjecturar que o aumento do Passivo Circulante é significativo, principalmente no item de Financiamentos, e que ele não deve ser subestimado quando da avaliação de uma empresa. Os outros indicadores como Liquidez Corrente, Liquidez Seca e Liquidez Geral apresentam uma correlação cada vez mais próxima de zero, pouco agregando para a análise dos números.

Já os Indicadores de Rentabilidade trazem valores interessantes na relação entre a Margem Operacional, Margem EBITDA e Margem Líquida com a taxa de câmbio. Tanto a Margem Operacional como a Margem EBITDA registram valores condizentes com o esperado para ambas as empresas: correlação negativa no caso da GOL e correlação positiva no caso da Suzano. Ou seja, quanto mais apreciado o dólar, maior a margem da Suzano e menor a margem da GOL e quanto mais depreciado o dólar, menor a margem da Suzano e maior a margem da GOL. Já a Margem Líquida apresenta uma lógica distinta. Ambas as empresas apresentaram correlação negativa de -0,5. Em outras palavras, quando o dólar aprecia, a margem líquida tanto da Suzano como da GOL diminui. Como dito anteriormente, esta relação está de acordo com o esperado da GOL Linhas Aéreas, mas não do esperado da Suzano Papel e Celulose, pois espera-se que a valorização cambial, por exemplo, aumente a margem final da empresa, o que não é o caso apresentado pelos números. Como itens como as operações financeiras da empresa influem apenas a Margem Líquida, observa-se que as despesas financeiras que podem ser influenciadas pela variação cambial afetam os números

finais da empresa. O resultado destas operações pode, e geralmente está, relacionado com o dólar, explicando o comportamento da Margem Líquida e evidenciando uma análise que não recebe muita importância pelo mercado.

A última categoria é a de Valor de Mercado, indicando o retorno financeiro aos acionistas da empresa. Três indicadores nos permitem analisar o panorama da empresa através de diferentes óticas: o Lucro por Ação, o Retorno em Dividendos (*Dividend Yield*) e o Índice de Distribuição de Lucros (*Pay-Out*). No caso do Lucro por Ação, a correlação negativa registrada é de -0,5 para a Suzano e -0,6 para a GOL, indicando uma diminuição do Lucro por Ação quando da apreciação do dólar. Isto está relacionado com os números da Margem Líquida que, portanto, prejudicam a avaliação da empresa sobre o retorno potencial que ela pode trazer ao acionista. Já para o Retorno em Dividendos a correlação do valor dos dividendos com a variação cambial para o período analisado foi de -0,5 para a GOL e de -0,4 para a Suzano, ou seja, destoante da expectativa de correlação positiva para a Suzano. Por fim, o Índice de Distribuição de Lucros indica a relação entre o valor pago – tanto de Dividendos como de Juros sobre o Capital Próprio – e a variação cambial, registrando uma correlação negativa de -0,1 para a GOL e -0,2 para a Suzano, no período analisado. Ou seja, para ambas as empresas o percentual do pagamento dos Dividendos e dos Juros sobre o Capital Próprio em relação ao Lucro Líquido diminuiu conforme o dólar apreciou-se – ou, o comportamento inverso no caso de depreciação do dólar.

Em suma, a avaliação que pode ser extraída deste estudo é que, dentro do período analisado e para as duas empresas em questão, nem sempre os indicadores se comportaram da maneira esperada ou comumente anunciada pela mídia especializada. No caso da GOL, as variações geralmente indicaram uma correlação negativa, ou seja, no sentido esperado da relação, mas nunca com a intensidade imaginada ou que permita conclusões definitivas sobre investir ou não na companhia com base na variação da taxa de câmbio. Os valores mais significativos para a GOL estão na análise da sua dívida, que apresentam correlações significativas, mas os outros indicadores geralmente apresentam números pouco convincentes para apontar uma grande influência da taxa de câmbio. Do lado da Suzano, alguns indicadores como Margem Operacional e EBITDA e Dívida sobre Ativo Total demonstram a correlação esperada com a variação cambial, mas outros indicadores nem tanto. Liquidez Imediata, Margem Líquida, Lucro por Ação, Índice de Distribuição de Lucros, Dívida Bruta e Líquida são exemplos de indicadores que apresentaram uma correlação inversa àquela originalmente esperada de uma empresa exportadora e com maioria das suas receitas em moeda estrangeira.

Verificar que há comportamentos destoantes entre os indicadores de uma mesma empresa nos leva a crer que a análise binária das notícias sobre o mercado não pode ser utilizada como verdade e que outras informações financeiras da empresa podem gerar informações contraditórias sobre a saúde financeira da mesma. De certa forma, é possível sumarizar os achados do trabalho da seguinte maneira: a GOL apresenta variações condizentes com a sua posição de empresa com altos custos em moeda estrangeira e receita predominante de moeda nacional, mas não com a intensidade esperada em relação à variação cambial; já a Suzano registra uma parte de seus indicadores com números condizentes com sua posição de empresa com predominância de custos em moeda nacional e receita em moeda estrangeira e com intensidade alta, enquanto que outros números apresentam correlações opostas àquela esperada e com intensidade considerável, exigindo um olhar mais atento do investidor sobre a saúde financeira da empresa. Dito isto, a avaliação de uma empresa jamais pode ser binária: ser beneficiada ou não com a alta ou baixa do dólar. Indicadores distintos têm comportamentos diferentes e exigem um olhar apurado para obter o panorama geral da situação financeira de uma companhia.

A investigação trouxe indicações de que é necessária cautela com o senso comum que sugere que empresas com receitas em dólar são beneficiadas (prejudicadas) com a alta (baixa) da cotação Real/Dólar enquanto empresas com obrigações em dólares apresentariam resultados simétricos. Conclui-se que os resultados apresentados pelas empresas decorrem de uma série de fatores estruturais, operacionais, de mercado e de conjuntura e não é possível atribuir a uma única variável, no caso a variação cambial, uma influência direta sobre seus resultados, contrariando a visão de uma influência marcante e direta dessa variável sobre os resultados.

REFERÊNCIAS

ACEVEDO, CLAUDIA ROSA. NOHARA, JOULIANA JORDAN. **Monografia no curso de administração: guia completo de conteúdo e forma.** 3 Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

AGÊNCIA ESTADO. **Eleições 2002: um olhar sobre os presidenciais.** São Paulo: Jornal Estadão, 2001. Disponível em: <http://politica.estadao.com.br/noticias/geral,eleicoes-2002-uma-olhar-sobre-os-presidenciais,20011209p41601>. Acesso em 4 de jun. 2016.

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL. **Anuário do Transporte Aéreo.** Brasília, 2015. Disponível em: <http://www2.anac.gov.br/estatistica/anuarios.asp> . Acesso em: 29. Jun 2016.

ANTHONY, ROBERT N. **Contabilidade Gerencial: Introdução à Contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1981.

ANTONIK, LUIS R. **Compliance, Ética, Responsabilidade Social e Empresarial.** Rio de Janeiro: Alta Books, 2016.

ASSSAF NETO, ALEXANDRE. **Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos.** 9. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em: 30 abr. 2016.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm. Acesso em: 30 abr. 2016.

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm. Acesso em: 30 abr. 2016.

BRASIL. **Medida Provisória nº 449, de 3 de dezembro de 2008.** Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2008/medidaprovisoria-449-3-dezembro-2008-584686-publicacaooriginal-107441-pe.html>. Acesso em: 30 abr. 2016.

BRESSER-PEREIRA, L.C. **A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas – Escola de Economia de São Paulo (FGV-EESP), ago. 2011 (Textos para Discussão, 297). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8503/TD%20297%20-%20Luiz%20Bresser%20Pereira.pdf?sequence=1>. Acesso em: 24 mar. 2015.

BRIGHAM, EUGENE F. EHRHARDT, MICHAEL C. **Administração Financeira: Teoria e Prática.** São Paulo: Cengage Learning, 2012.

CARVALHO, GENÉSIO DE. **Introdução às Finanças Internacionais**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CASTRO, PAULO RABELLO. **O Mito do Governo Grátis: o mal das políticas econômicas ilusórias e as lições de 13 países para o Brasil mudar**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Edições de Janeiro, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 485, de 1º de Setembro de 2010**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst485.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2016.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **NBC TG 02 – Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis**. Brasília, 2013. Disponível em: [http://www1.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?codigo=2013/NBCTG02\(R1\)](http://www1.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?codigo=2013/NBCTG02(R1)). Acesso em: 4 jun. 2016.

DELOITTE. **Adoption of IFRS by Country**. Reino Unido, 2016. Disponível em: <http://www.iasplus.com/en/resources/ifrs-topics/adoption-of-ifrs>. Acesso em: 30 abr. 2016.

DOWNING, DOUGLAS. CLARK, JEFFREY. **Estatística Aplicada**. 1 Ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

ECONOMÁTICA. Banco de Dados. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.economica.com.br>. Acesso em: 25 mar. 2016.

International Monetary Fund (FMI). **Balance of Payments and International Investment Position Manual**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009. 6th Ed. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>. Acesso em: 19 abr. 2015.

FRANKEL, JEFFREY. **No Single Currency Regime is Right for All Countries**. Washington D.C.: New Century Chair – The Brookings Institution, 1999.

FREUND, JOHN E. **Estatística Aplicada: Economia, Administração e Contabilidade**. 11 Ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

GIAMBIAGI, FABIO. SCHWARTSMAN, ALEXANDRE. **Complacência**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

GOL LINHAS AÉREAS. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.voegol.com.br>. Acesso em: 2 abr. 2016.

HAYEK, F. A. **Unemployment and Monetary Policy: Government as Generator of the "Business Cycle"**. São Francisco, Califórnia: Instituto Cato. 1979.

INSTITUTO ANÁLISE. São Paulo, 2010. Disponível em: <http://www.abcsem.com.br/noticias/810/real-valorizado-e-reducao-no-preco-dos-alimentos->. Acesso em: 11 abr. 2015.

INDÚSTRIA BRASILEIRA DE ÁRVORES. **Estatísticas da Indústria Brasileira de Árvores.** São Paulo, 2016. Disponível em: http://iba.org/images/shared/Cenarios/Cenarios_Junho.pdf. Acesso em: 29 jun. 2016.

IPEA DATA. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: 27 mar. 2016.

IUDÍCIBUS, SÉRGIO DE. **Análise de Balanços.** 10 Ed. São Paulo: Atlas, 2013.

IUDÍCIBUS, SÉRGIO DE. MARTINS, ELISEU. GELBCKE, ERNESTO RUBENS. SANTOS, ARIIVALDO DOS. **Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC.** 2 Ed. São Paulo: Atlas, 2013.

KLOTZLE, MARCELO CABUS. PINTO, ANTONIO CARLOS FIGUEIREDO. KLOTZLE ANDRÉ CABUS. **Finanças Internacionais.** Rio de Janeiro: Saraiva, 2007.

KPMG. **Lei 11.638/07 altera a Lei das SAs (Lei 6.404/76): Resumo dos principais impactos.** São Paulo, 2008. Disponível em: http://www.kpmg.com.br/publicacoes/Lei_6404_final.pdf Acesso em: 30 abr. 2016.

MAIA, JAYME DE MARIZ. **Economia Internacional e Comércio Exterior.** 12 Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MARION, JOSÉ CARLOS. **Contabilidade Empresarial.** 13 Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MATARAZZO, DANTE CARMINE. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial.** 7 Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PINHEIRO, JULIANO LIMA. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas.** 7 Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **IFRS e CPCs – A Nova Contabilidade Brasileira.** IBRI, 2010. Disponível em: http://www.ibri.com.br/Upload/Conteudo/PwC_IBRI_IFRS_CPCs.pdf. Acesso em 30 abr. 2016.

ROQUE, LEANDRO. **O que realmente permitiu o grande crescimento econômico brasileiro da última década.** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2016. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2190>. Acesso em 4 de jun. 2016.

_____. **O trágico legado da “Nova Matriz Econômica” – um resumo cronológico.** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2015a. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2120>. Acesso em 4 de jun. 2016.

_____. **A impiedosa destruição do real (números atualizados para agosto).** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2015b. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2018>. Acesso em 4 de jun. 2016.

_____. **O que houve com a economia brasileira?** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2014. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1943>. Acesso em 4 de jun. 2016.

_____. **Como ocorreu a crise financeira americana.** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2013. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em 4 de jun. 2016.

_____. **Uma breve história do Plano Real, aos seus 18 anos.** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2012. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1294>. Acesso em 19 de jun. 2016

_____. **Ascensão e queda da economia brasileira.** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2009. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=249>. Acesso em 4 de jun. 2016.

ROSS, STEPHEN A. WESTERFIELD, RALDOLPH W. JORDAN, BRADFORD D. LAMB, ROBERTO. **Fundamentos de Administração Financeira.** 9 Ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

SETTI, RENNAN. **Em 2002, dólar chegou a R\$ 3,99.** Rio de Janeiro: Jornal O Globo, 2014. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/em-2002-dolar-chegou-r-399-14088329>. Acesso em 4 de jun. 2016.

STEVENSON, WILLIAM J. **Estatística Aplicada à Administração.** 1 Ed. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001.

SUZANO PAPEL E CELULOSE. São Paulo, 2016. Disponível em: <http://www.suzano.com.br/>. Acesso em: 21 abr. 2016.

_____. **Resultados 4T15.** São Paulo, 2016. Disponível em: <http://suzano.foinvest.com.br/ptb/5354/Release%20de%20Resultados%204T15-na.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2016.

ULRICH, FERNANDO. **Por que o dólar passou de R\$ 4.** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2015a. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2262>. Acesso em 4 de jun. 2016.

_____. **O dólar está caro? Até onde vai o câmbio?** São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2015b. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2166>. Acesso em 4 de jun. 2016.

VERGARA, SYLVIA, CONSTANT. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 8 Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

YIN, ROBERT K. **Estudo de Caso: Planejamento e Método.** 3 Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ANEXO A – DIFERENÇAS ENTRE OS ITENS CONTÁBEIS DO BALANÇO PATRIMONIAL SOBRE A LEI DAS S.A. E A IFRS

Ativo Total		Passivo Total	
Lei das S.A.	IFRS	Lei das S.A.	IFRS
Ativo Circulante	Ativo Circulante	Passivo Circulante	Passivo Circulante
Disponível e Inv CP	Caixa e equival caixa		Obrig sociais e trabalh
Creditos Comerciais CP			Obrigacoes sociais
Creditos diversos			Obrigac trabalhistas CP
Aplicacoes Financ CP	Aplicacoes financeiras	Fornecedores CP	Fornecedores CP
Outros Creditos CP	Apl fin avali vlr jus CP		Nacionais
	Titulos p/ negociacao CP		Estrangeiros
	Ats Fin Disp p/Venda CP	Impostos a Pagar CP	Impostos a pagar
	Outros		Federais
	Apl fi aval custo amo CP		IR e contrib social a pg
	Ativ Finan Mant Vcto CP		Outros
Cientes CP	Contas a receber CP		Estaduais
	Cientes CP		Municipais
	Outras contas a receb CP	Financiamento CP	Total empres e financ CP
Estoques	Estoques		Financiamento CP
	Ativos Biologicos CP		Financ moeda nacion CP
	Impostos a Recuperar		Financ moeda estrg CP
	Tributos cor a recuperar	Debentures CP	Debentures CP
	Despesas pagas antecip		Financ por arrend financ
Outros Ativos CP	Outros ativos circulante	Outros Passivos CP	Outras obrigacoes CP
	Atvs naocor mant p/venda		Passiv com part relac CP
	Operacoes Descon CP		A pagar a coligadas CP
	Outros Ativos		A pagar a controladas CP
Ativo nao circulante	Ativo nao circulante		A pag a controladores CP
Realizavel LP	Realizavel LP		A pag a out part rela CP
Creditos Comerciais LP			Outros CP
	Apl fin avali vlr jus LP	Dividendos a Pagar CP	Dividendos a Pagar CP
	Titulos p/ negociacao LP		Dividendo min obrig a pg
	Atv Fin Disp p/ Venda LP		Obr p/pg bas em acoes CP
	Outros		Outros
	Apl fi aval custo amo LP	Provisoes CP	Provisoes CP
	Ativos Fin Mant a Vencim		Prov fis,pre, trab&civ CP
	Contas a receber LP		Provisoes Para Impostos
	Cientes LP		Prov previd e trabalh CP
	Out contas a cobrar LP		Prov p/benef a empreg CP
	Estoques LP		Provisoes civeis CP
	Ativos Biologicos LP		Outros
	Impostos Diferidos		Outr provi a curto prazo
	IR e contr social difer		Provisoes p/garantias CP
	Outros		Prov para reestrutur CP
	Despesas antecipadas		Prov pas ambi e desat CP
A Receber de Control LP	A receb de partes relaci		Outros
de Coligadas	de Coligadas		Pa s/at ncor a ve+des CP
de Controladas	de Controladas		Pas s/ ativ ncor a ve CP
	Creditos com controlador		Pas s/ativ oper desco CP
de Outras Pessoas Ligads	A rec de outr part relac	A Pagar a Controlad CP	
Outros Ativos LP	Outros ativos nao circul	Passivo nao circulante	Passivo nao circulante
	Atv ncor mant p/venda LP	Exigivel LP	Total empres e financ LP
	Operacoes Descontin LP	Financiamento LP	Financiamento LP
	Outros		Financ moeda nacion LP
Permanente			Financ moeda estrg LP

Inv em subsid e outros	Investimentos	Debentures LP	Debentures LP
Inv em coligadas	Inv em subsid e outros		Financ por arrend fin LP
Inv em coligadas - agio	Investim em coligadas	Outros Passivos LP	Outras obrigacoes
Invest em Subsidiarias	Investim em controladas		Passiv com part relac LP
Inv em subsid - agio	Inves em control em conj		A pagar a coligadas LP
Outros Investimentos	Outr invest em empr rela		A pagar a controladas LP
Outros	Propriedades p/ investim		A pag a controladores LP
Imobilizado	Imobilizado		A pag a out part rela LP
	Em operacao		Outros LP
	Arrendado		Obr p/pg bas em acoes LP
	Imobilizacoes em Curso		Adi p/fut aum d cap pass
Intangiveis e agio	Intangiveis liquido		Outros
	Intangiveis		Impostos Diferidos LP
	Contrato de concessao		IR e contri social difer
	Outros	Provisoes LP	Provisoes LP
	Goodwill		Prv fis,pre, trab&civ LP
Diferido	Diferido		Provisoes fiscais LP
			Prov previd e trabalh LP
			Prov p/ benefic a empreg
			Provisoes civeis LP
			Outros
			Outras prov a longo praz
			Provisoes p/garantias LP
			Prov para reestrutur LP
			Prov pas ambi e desat LP
			Outros
			Pa s/at ncor a ve+des LP
			Pas s/ ativ ncor a ve LP
			Pas s/ativ oper desco LP
			Lucros e receipt a apropr
			Lucros a apropriar
			Receitas a apropriar
			Subvenc de invest a apro
		A Pagar a Controlad LP	
		Adiant p fut aum de cap	
		Resultados de Exer Futur	