

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Carlos Alberto Frantz dos Santos

**CRIANDO VALOR ATRAVÉS DE AQUISIÇÕES:
Análise do jornal Zero Hora antes e após a aquisição do jornal
A Notícia**

**PORTO ALEGRE
2009**

Carlos Alberto Frantz dos Santos

**CRIANDO VALOR ATRAVÉS DE AQUISIÇÕES:
Análise do jornal Zero Hora antes e após a aquisição do jornal
A Notícia**

**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 obtenção do grau de Bacharel
em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. José Eduardo Zdanowicz

**PORTO ALEGRE
2009**

Carlos Alberto Frantz dos Santos

**CRIANDO VALOR ATRAVÉS DE AQUISIÇÕES:
Análise do jornal Zero Hora antes e após a aquisição do jornal
A Notícia**

Trabalho de Conclusão de Curso de
Graduação da Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, requisito para a
aprovação na disciplina de Estágio Final.

Conceito Final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Oscar Claudino Galli – Escola de Administração

Orientador - Prof. Dr. José Eduardo Zdanowicz – Escola de Administração

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. José Eduardo Zdanowicz, pela atenção dispensada à elaboração deste trabalho, principalmente pelos ensinamentos passados no decorrer das disciplinas ministradas no curso de Graduação. Experiências que não se restringem somente aos conhecimentos de Finanças, mas também incluem Ética e dedicação à profissão.

À Doraci Ironita Frantz, não apenas por ser minha mãe, mas por tudo que ela representa, transmitindo diariamente força e alegria à minha vida.

A minha namorada Janaína, pelo seu amor, pelo seu companheirismo e, principalmente, por sua compreensão nos momentos difíceis.

Agradeço a toda a família Santos, que, mesmo longe fisicamente, sempre esteve presente, com palavras de estímulos e apoio.

Ao Grupo RBS por ter viabilizado a realização deste trabalho e, em especial, fica um agradecimento ao Luciano Farina.

EPÍGRAFE

*“Não se gerencia o que não se mede,
não se mede o que não se define,
não se define o que não se conhece
não há sucesso no que não se gerencia.”*

W. E. Deming

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar, através de um estudo de caso, se ocorreu, ou não, a criação de valor para o acionista do jornal Zero Hora com a aquisição do jornal A Notícia. Inicialmente, foi realizada uma pesquisa teórica sobre os temas fusões e aquisições, EVA, WACC, análise das Demonstrações Contábeis, e do cálculo dos principais índices econômico-financeiros. Posteriormente, foi calculado o custo médio ponderado de capital do jornal Zero Hora para determinar o EVA antes e após a aquisição. Todos estes dados foram analisados e relacionados com a análise das Demonstrações Contábeis de 2004 a 2008, com o objetivo de estudar aspectos técnicos que levaram a criação ou destruição do valor ao acionista. Os resultados encontrados levam a conclusão de que ocorreram discretas sinergias operacionais. Também se constatou incrementos de receita, lucros e, principalmente, criação de valor ao acionista.

Palavras chave: EVA, Criação de Valor, WACC, Custo do Capital, Fusões e Aquisições, Análise de Demonstrações Contábeis.

ABSTRACT

The objective of this paper is to analyze, by a case study, if there was value adding to the Zero Hora shareholders with acquisition of A Notícia newspaper. Initially a theoretical research was made by about the mergers and acquisitions, EVA, WACC, accountancy demonstration analysis and the principal economical-financial indicators. Afterword's the weight average cost of capital from Zero Hora were calculated to determine the EVA before and after acquisition. All of this data were analyze and related with analysis of the accountancy demonstration from 2004 to 2008, whit the objective of studied technical aspects that led to the creation or destruction of shareholders value. The results found lead to the conclusion that discreet operating synergies have occurred. It was also found that incremental revenue, profit, and mainly value adding to shareholders.

Key-words: EVA, Value Creation, WACC, Cost of Capital, Mergers and Acquisitions, Analysis of Accountancy Demonstration.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Organograma.....	21
Figura 2 – Dados sócio-econômicos dos leitores do jornal Zero Hora.....	23
Figura 3 – Composição do EVA.....	32
Figura 4 – IGP DI 2004 a 2009.....	49
Gráfico 1 – Relação entre EVA x WACC.....	90
Gráfico 2 – EBITDA e Margem EBITDA.....	93
Gráfico 3 – Composição do EBITDA.....	94
Gráfico 4 – Índice de Liquidez Geral.....	96
Gráfico 5 – Índice de Liquidez Corrente.....	97
Gráfico 6 – Índice de Liquidez Seca.....	98
Gráfico 7 – Comparação entre os Índices de Liquidez Seca e Corrente.....	98
Gráfico 8 – Participação do Capital de Terceiros.....	100
Gráfico 9 – Composição do Endividamento.....	100
Gráfico 10 – Endividamento Geral.....	101
Gráfico 11 – Imobilização do Patrimônio Líquido x Investimentos.....	102
Gráfico 12 – Imobilização dos Recursos Não Correntes.....	104
Gráfico 13 – Comparativo Recursos Não Correntes x Ativo Permanente.....	104
Gráfico 14 – Giro do Ativo.....	105
Gráfico 15 – Margem Líquida.....	106
Gráfico 16 – Retorno sobre o Ativo.....	107
Gráfico 17 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	108

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Demonstração do EBITDA	75
Tabela 2 – Demonstração do NOPAT	77
Tabela 3 – Índice IGP-DI - dez/2004 a dez/2008	82
Tabela 4 – Ativo após deflacionamento e padronização contábil.....	83
Tabela 5 - Passivo após deflacionamento e padronização contábil	84
Tabela 6 – DRE após deflacionamento e padronização contábil	85
Tabela 7 – Cálculo da estrutura de capital	86
Tabela 8 – Cálculo do custo de capital de terceiros após IR.....	87
Tabela 9 – Beta unlevered corrected for cash.....	87
Tabela 10 – Cálculo do beta alavancado do jornal Zero Hora.....	87
Tabela 11 – Cálculo do custo de capital próprio.....	88
Tabela 12 – Custo do capital próprio sem efeitos inflacionários.....	88
Tabela 13 – Cálculo do WACC.....	89
Tabela 14 – Cálculo do NOPAT	89
Tabela 15 – Cálculo do EVA	89
Tabela 16 – Análise vertical - NOPAT.....	92
Tabela 17 – Análise vertical EBTIDA e margem EBITDA	94

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC	-	Ativo Circulante
AP	-	Ativo Permanente
ARLP	-	Ativo Realizável a Longo Prazo
CAPM	-	Capital Asset Price Model
CCL	-	Capital Circulante Líquido
CDB	-	Certificado de Depósito Bancário
CEO	-	Chief Executive Officer
CMN	-	Conselho Monetário Nacional
CPS	-	Custo dos Produtos e Serviços
CSLL	-	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
DRE	-	Demonstração do Resultado do Exercício
EBITDA	-	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EMBI+	-	Emerging Markets Bond Index Plus
EVA	-	Economic Value Added
FGV	-	Fundação Getúlio Vargas
GAAP	-	General Accepted Accounting Principles
IBGE	-	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas
IGP-DI	-	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INCC	-	Índice Nacional de Custos da Construção
INPC	-	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPCA	-	Índice de Preços ao Consumidor Ampliado
IR	-	Imposto de Renda
NOPAT	-	Net Operating After Taxes
PE	-	Passivo Exigível
PC	-	Passivo Circulante
PELP	-	Passivo Exigível a Longo Prazo
PL	-	Patrimônio Líquido
ROA	-	Return on Assets
ROE	-	Return on Equity
WACC	-	Weighted Average Cost of Capital

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	16
3. OBJETIVOS	18
3.1 OBJETIVO GERAL	18
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	18
4. A EMPRESA E SEU CONTEXTO	19
4.1 HISTÓRICO DO GRUPO RBS.....	19
4.2 MISSÃO	20
4.3 VALORES	20
4.4 O JORNAL ZERO HORA	20
5. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	24
5.1 CARACTERIZAÇÃO DAS AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES.....	24
5.1.1 Os Motivos para as Fusões e Aquisições	25
5.1.2 O Tratamento Contábil das Aquisições	28
5.2 DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO	30
5.2.1 Valor Econômico Agregado	30
5.2.2 Custo Médio Ponderado de Capital	35
5.2.2.1 Custo do capital próprio.....	38
5.2.2.2 Custo do capital de terceiros	41
5.3 ANÁLISE FINANCEIRA DE BALANÇOS	42
5.3.1 Ajustes das Demonstrações Contábeis para Análise	45
5.3.1.1 Padronização das demonstrações contábeis	46
5.3.1.2 Atualizações monetárias	47
5.3.2 Análise Vertical e Horizontal	51
5.3.2.1 Análise horizontal	52
5.3.2.2 Análise vertical	54
5.3.3 Indicadores Financeiros	55
5.3.4 Índices de Liquidez	57
5.3.4.1 Índice de liquidez seca	58
5.3.4.2 Índice de liquidez corrente.....	59
5.3.4.3 Índice de liquidez geral.....	60
5.3.5 Índices de Estrutura de Capitais	61

5.3.5.1 Participação de capitais de terceiros	62
5.3.5.2 Composição do endividamento	64
5.3.5.3 Índice de endividamento geral.....	65
5.3.5.4 Imobilização do patrimônio líquido	66
5.3.5.5 Imobilização dos recursos não correntes	67
5.3.6 Índices Econômicos.....	69
5.3.6.1 Giro do ativo	70
5.3.6.2 Margem Líquida.....	71
5.3.6.3 Rentabilidade do ativo	72
5.3.6.4 Retorno sobre o patrimônio líquido	73
5.3.6.5 EBITDA	74
5.3.6.6 NOPAT	76
6. METODOLOGIA	78
6.1 CLASSIFICAÇÃO DO ESTUDO	78
6.2 COLETA DOS DADOS.....	79
6.2.1 Entrevistas	80
6.2.2 Documentos e Registros	80
6.3 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS	81
7. ANÁLISE DOS DADOS.....	82
7.1 DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO	86
7.1.1 Análise do EVA e do NOPAT	90
7.1.2 Análise do EBITDA.....	93
7.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	95
7.2.1 Análise dos Índices de Liquidez	95
7.2.2 Análise dos Índices da Estrutura de Capitais.....	99
7.2.3 Análise dos Índices de Rentabilidade	105
8. CONCLUSÕES.....	109
REFERÊNCIAS.....	113
GLOSSÁRIO.....	115
ANEXO A – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS 2004.....	116
ANEXO B – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS 2005.....	117
ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS 2006.....	118
ANEXO D – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS 2007.....	119
ANEXO E – DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS 2008.....	120

ANEXO F – RELATÓRIO GERIN	121
ANEXO G – ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL DO ATIVO	122
ANEXO H – ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL DO PASSIVO	123
ANEXO I – ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL DO DRE	124
ANEXO J – CÁLCULOS DOS ÍNDICES ECONÔMICO-FINANANCEIROS	125

1. INTRODUÇÃO

Muitas empresas constataram a necessidade em ampliar sua plataforma de negócios e de produtos. Com o crescimento da economia, entre o início desta década e os primeiros reflexos da crise mundial de 2008, várias corporações brasileiras aproveitaram este ciclo para aumentar seu *market-share* e, desta forma, consolidar sua presença nos seus segmentos via estratégia de aquisições.

Neste contexto, percebe-se que um dos fatores determinantes para o sucesso das empresas consiste na capacidade de adaptação às mudanças do mercado de atuação. Dessa forma, as forças de mercado e a livre concorrência não só influenciam o ambiente, como representam para as organizações oportunidades e ameaças. O gerenciamento adequado e eficiente desses fatores faz com que as empresas cresçam e insiram-se neste mercado. Portanto, a função dos gestores, além de outras competências, é vislumbrar tais mudanças e preparar-se para as mesmas. A análise dos ambientes interno e externo da empresa deve servir de base para a tomada de decisão, tendo em vista ao alcance dos objetivos planejados.

No escopo destas análises, as opções de fusões, aquisições, incorporações e lançamentos de novos produtos surgem como grandes estratégias de crescimento. Assim, com a aquisição de empresas, elimina-se a necessidade de desenvolver internamente toda uma estrutura de operação necessária ao ingresso em novos negócios.

Segundo Cano (2002, p. 151) os processos de fusões e aquisições são inerentes à concorrência capitalista. Acumulação de capital, inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição, levando a pressões pela abertura de novos mercados, são processos que marcaram a história do Capitalismo desde o seu início.

Em decorrência da internacionalização econômica, produtiva e financeira, bem como das mudanças no ambiente institucional e concorrencial, as empresas brasileiras passaram a buscar respostas estratégicas que lhes oferecessem vantagens competitivas e, por isso, as fusões e aquisições passaram a constituir objeto de maior atenção e estudo.

De acordo com Gitman (2004, p. 665) o principal motivo para as empresas se fundirem é a maximização da riqueza dos proprietários. Motivos mais específicos

incluem: crescimento ou diversificação, sinergia, captação de fundos, obtenção de capacidade gerencial ou tecnologia, considerações fiscais, aumento da liquidez para os proprietários e defesa contra aquisições hostis. A concretização destes objetivos dependerá da eficiência na utilização dos ativos, na obtenção dos índices de rentabilidade almejados pela empresa e também, na correta tomada de decisão de fontes de financiamento. Nesse sentido, a criação de valor para o acionista resultará da presença de resultados positivos nos itens acima e, conseqüentemente, a empresa será capaz de gerar fluxos de caixa favoráveis à manutenção da sua operação de forma eficiente e eficaz.

Entretanto, estas estratégias de crescimento podem apresentar impactos negativos sobre as operações e, por conseqüência, nos resultados da empresa, tendo em vista que estão relacionadas a expressivos investimentos, representando altos riscos. Para verificar o sucesso ou fracasso das estratégias de crescimento, é necessário analisar os resultados posteriores a estes eventos, comparando-os com os números anteriores, a fim de se estabelecer índices e parâmetros que evidenciem qual é o tipo de retorno que os investimentos resultaram à empresa.

Desta forma, as Demonstrações Contábeis tornam-se uma ferramenta muito útil para a análise do desempenho empresarial. De acordo com Ross (2000, p. 56) as Demonstrações Contábeis consistem em fonte básica de informações para a tomada de decisões financeiras. A análise financeira de balanços permite avaliar a situação econômico-financeira da empresa em relação ao passado e em forma de evolução, verificar se a geração de lucros está coerente com a geração esperada de caixa, acompanhar a criação de valor empresarial para os donos do capital, dentre outras inúmeras finalidades.

Assaf Neto (2007, p. 273) afirma que a existência de lucro não garante a remuneração do capital aplicado e, conseqüentemente, a atratividade econômica de um empreendimento. Por conseguinte, a sustentação de uma empresa no futuro resultará da sua concepção inteligente acerca do negócio, da qual decorrerá a criação de valor para seus proprietários.

Sobre a maximização do valor da empresa, Damodaran (1997, p. 9) afirma que ela está diretamente relacionada às decisões que a empresa toma – relativas aos projetos que empreende, como os financia e, também, à sua política de dividendos.

A relação entre fusões e aquisições e a criação de valor ao acionista é colocada em questionamento por Camargos e Barbosa (2009, p. 207). Segundo esses autores, tais estratégias apesar de representarem uma possibilidade de conquistas de novos mercados e de racionalização da produtividade, não devem ser encaradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas. Em razão da complexidade, do risco e da incerteza que permeiam essas operações, além da ausência de um consenso sobre ganhos (sinergias) e sobre a criação de valor faz-se necessária a realização de novas pesquisas e estudos acerca do assunto ora tratado.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A estratégia de crescimento praticada pelo Grupo RBS em 2006, representado pelos expressivos investimentos realizados na aquisição do jornal A Notícia, requer a verificação da criação ou destruição de valor para os acionistas do Grupo. Para tanto, é indispensável o estudo dos indicadores econômico-financeiros, com o intuito de analisar se existiram incrementos de receitas, ganhos de escala, criação de sinergias operacionais e, conseqüentemente, obtenção de maiores retornos, acarretando em criação de valor para o acionista do jornal Zero Hora.

De acordo com Damodaran (2002, p. 443) não é o crescimento por si só que cria valor, mas sim, o crescimento com retorno excedente. Isto quer dizer que as empresas podem crescer a taxas elevadas e ainda assim, deixar de criar valor, ou mesmo, destruir valor uma vez que seus investimentos rendem menos do que o seu custo de capital.

Estes indicadores estabelecem uma relação determinada a partir das Demonstrações Contábeis, que são utilizadas para fins de comparação. De acordo com Ross (2000, p. 78) o único padrão significativo para avaliar as decisões empresariais é verificar se elas criam ou não valor. Portanto, as Demonstrações Financeiras devem ser utilizadas pelos administradores tanto como análise de decisões passadas, como forma de argumento para futuras decisões estratégicas.

Brealey, Myers e Allen (2008, p. 774) afirmam que muitas fusões acabaram falhando, apesar de no princípio fazerem algum sentido em termos econômicos, porque os gestores não realizaram adequadamente a complexa tarefa de integrar as duas empresas com processos de produção, métodos contábeis e culturas muito diferentes. Isto ocorre quando organizações que ainda funcionam como um conjunto de operações separadas.

Sobre a criação de valor gerada com as fusões e aquisições Camargos e Barbosa (2009, p. 209) citam o trabalho de Ravenscraft e Scherer (1987) que estudaram mais de 5 mil processos deste tipo, buscando evidências sobre sinergias operacionais e financeiras, utilizando dados contábeis. Em sua pesquisa os autores encontraram evidências de que elas não levaram a uma melhora de desempenho e, por isso, não criaram valor.

Por outro lado, de acordo com Camargos e Barbosa (2009, p. 215), em sua própria pesquisa sobre 72 processos de fusões e aquisições entre empresas brasileiras, no período de 1996 a 2004, resultaram em sinergias operacionais, na maximização do valor de mercado e no aparente aumento da riqueza ao acionista.

Kloeckner (1994, p. 56) ao sistematizar hipóteses decorrentes de vasto referencial teórico, testadas em mais de vinte trabalhos empíricos relacionados nos Estados Unidos e no Reino Unido, encontrou evidências de que a geração de ganhos operacionais parece ser a motivação para fusões e aquisições. Também os diretores, tanto de empresas compradoras quanto de empresas-alvo, geralmente procuram maximizar a riqueza dos proprietários da organização para a qual trabalham.

A partir destes três exemplos, dadas as diferenças de período e contexto, pode-se dizer que não há consenso sobre a criação ou não de valor ao acionista. Corrobora à relevância do estudo, a afirmação de Assaf Neto (2007, p. 272), de que o valor é criado ao acionista apenas quando as receitas de vendas superarem todos os custos e despesas realizados, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio. Na prática, uma empresa que apresenta em seus demonstrativos de resultado valores positivos, mas que não consegue cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido, não está criando valor, e sim, destruindo-o.

Assim, o lucro contábil pode não demonstrar a criação de valor, ao desconsiderar o custo de capital investido. Por outro lado, o valor econômico agregado considerado a partir do custo exigido por todos os proprietários do capital, acaba por transformar-se numa importante ferramenta de decisão e, neste caso, de avaliação do investimento.

Neste sentido, o presente trabalho efetuou o cálculo do EVA antes e após a aquisição para a constatação da criação ou não de valor agregado com o investimento. Para verificar se ocorreram sinergias operacionais, calculou-se o EBITDA e o NOPAT. Também foram realizadas análises das Demonstrações Contábeis, através dos índices econômico-financeiros, para uma melhor compreensão de como o resultado final foi construído, pois a criação de valor depende tanto das decisões estratégicas de investimento, quanto de decisões táticas e operacionais no cotidiano da empresa.

3. OBJETIVOS

Exposta a situação problemática no capítulo anterior, neste é apresentado o objetivo geral e os objetivos específicos, que serviram como parâmetros para demonstrar este trabalho.

3.1 OBJETIVO GERAL

Verificar se ocorreu a criação de valor para o acionista do jornal Zero Hora com a aquisição e a incorporação do jornal A Notícia.

Para que este objetivo geral seja cumprido foram determinados os objetivos específicos, que em seu conjunto, visam demonstrar o objetivo geral deste trabalho.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- a) calcular e analisar o valor econômico agregado;
- b) calcular e analisar o NOPAT;
- c) calcular e analisar o EBITDA;
- d) calcular e analisar os principais índices econômicos e financeiros da empresa antes e após a aquisição;
- e) falar sobre a criação do valor à empresa através dos índices calculados.

4. A EMPRESA E SEU CONTEXTO

O presente trabalho foi realizado no jornal RBS - Zero Hora Editora Jornalística S/A, pertencente ao Grupo RBS, que é o maior Grupo de comunicação multimídia do sul do Brasil. O Grupo foi fundado por Mauricio Sirotsky Sobrinho no dia 31 de agosto de 1957, em Porto Alegre, Rio Grande do Sul. O Grupo conta com mais de 5,7 mil colaboradores e possui sucursais e escritórios comerciais no Paraná, em São Paulo, no Rio de Janeiro, no Distrito Federal, em Minas Gerais e no Mato Grosso do Sul.

A seguir, será apresentado o histórico do Grupo RBS, sua missão e seus valores e, também, a caracterização do jornal Zero Hora e seu ambiente de atuação.

4.1 HISTÓRICO DO GRUPO RBS

A trajetória do Grupo sempre foi marcada pelo crescimento das suas atividades e dos seus veículos de comunicação. Os principais fatos relacionados ao Grupo na década de 1960 foram a inauguração da TV Gaúcha e a associação com a Rede Globo. Em 1970, o jornal Zero Hora foi adquirido pelo Grupo. Esta década também foi marcada pela fundação da Rádio Gaúcha, bem como pelo ingresso do Grupo no Estado de Santa Catarina, com a inauguração da TV Catarinense.

A década de 1980 foi marcada pelo falecimento de Maurício Sirotsky Sobrinho. Neste mesmo período foi lançado o jornal Diário Catarinense. Na década seguinte, o Grupo adquiriu o Jornal de Santa Catarina, o jornal Pioneiro de Caxias do Sul e lançou a TV COM e o Canal Rural.

Após o ano 2000, o Grupo adquiriu o jornal A Notícia, de Joinville-SC, lançou o jornal Diário Gaúcho, Hora de Santa Catarina e o Diário de Santa Maria e inaugurou a TV COM Florianópolis. Nesta mesma época, o Grupo iniciou a sua trajetória nos meios digitais de comunicação, lançando o portal ClicRBS, Hagah, e as versões digitais de seus jornais impressos. Houve a complementação destes investimentos na área digital com a aquisição dos portais Guia da Semana e !ObaOba.

Atualmente, sua plataforma de mídia tem como destaques 18 emissoras de TV aberta, duas emissoras de TV comunitária, uma emissora focada no agronegócio, 25 rádios, oito jornais diários, quatro portais na Internet, uma editora, uma gráfica, uma gravadora, uma empresa de logística, uma empresa de marketing e relacionamento com o público jovem, participação em uma empresa de *mobile marketing* e uma fundação de responsabilidade social. Abaixo seguem os valores, a visão estratégica e a missão da empresa.

4.2 MISSÃO

“Facilitar a comunicação das pessoas com o seu mundo”.

4.3 VALORES

- Ética e Integridade;
- Liberdade e Igualdade;
- Desenvolvimento Profissional e Pessoal;
- Satisfação do Cliente;
- Compromisso Social e Comunitário;
- Responsabilidade Empresarial;
- Responsabilidade Social.

4.4 O JORNAL ZERO HORA

A empresa RBS - Zero Hora Editora Jornalística S/A é uma sociedade anônima com sede na Avenida Ipiranga, 1075, em Porto Alegre – RS, tendo como objeto a exploração do ramo jornalístico e a distribuição de notícias e informações em meio impresso no Rio Grande do Sul e em Santa Catarina. Para tanto, a empresa utiliza-se dos jornais Zero Hora, Diário Gaúcho, Diário de Santa Maria, Pioneiro, Diário Catarinense, Hora de Santa Catarina, Jornal de Santa Catarina e A Notícia. Ela também atua na Internet, com os portais ClicRBS, Hagah, Guia da

Sobre sua origem Schirmer (2002, p. 71) alega que o nascimento do jornal Zero Hora ocorreu em 1964, após o fechamento do jornal A Última Hora. No ano de 1967, Ary de Carvalho então proprietário, vendeu 50% das ações para Maurício e Jayme Sirotsky. Porém, a participação destes dois empreendedores limitava-se a indicação do gerente comercial.

Em 1969, a empresa comprou uma máquina rotativa e, por consequência, ficou com sérios problemas financeiros, chegando a ficar à beira da insolvência. Este fato gerou um impasse entre os sócios. Após algumas tentativas de acordo, os sócios estabeleceram que, no prazo de um mês, um dos lados deveria assumir o controle. Ary de Carvalho ficou com a prioridade de encontrar recursos em 30 dias. Não os obtendo, vendeu a sua parte aos irmãos Sirotsky. Naquela ocasião, os irmãos comprometeram todos os seus bens, além de contarem com boa parte dos bens do avalista José Sirotsky, pai de ambos.

Passados 45 anos da criação do jornal e em comemoração a esta data foi inaugurado um novo parque gráfico, situado na Avenida das Indústrias, estrategicamente, próximo às principais saídas de Porto Alegre, facilitando a distribuição dos exemplares. O referido investimento conta com duas novas rotativas suíças *Wifag OF 370S*, que juntas são capazes de imprimir até 75 mil exemplares por hora, além de aumentar o número de páginas coloridas por caderno, passando de 48 para 64 páginas.

A construção do parque gráfico também incorporou vários conceitos de proteção ao ambiente como, por exemplo, o “telhado verde”, que aumenta o isolamento térmico do prédio, reduzindo a temperatura e a utilização do ar-condicionado. Outra medida adotada foi a construção de cisternas que armazenam a água recolhida das chuvas, através das calhas do prédio. Essa água é utilizada no sistema anti-incêndio. Também foram construídas clarabóias no telhado, para um melhor aproveitamento da luz natural e, conseqüentemente, uma redução do consumo de energia elétrica. O papel utilizado é fornecido apenas por empresas com certificado de reflorestamento e a tinta empregada é a base vegetal, menos poluente que a tinta de origem mineral.

Estes insumos também representam o principal custo de produção do jornal, seguido das chapas metálicas e dos produtos químicos necessários à impressão. Estas matérias-primas são compradas tanto do mercado interno quanto do externo.

As bobinas de papel jornal são importadas, porém os demais componentes citados são adquiridos no mercado interno.

Investimentos como o do parque gráfico aliados às forças competitivas que a empresa possui contribuem para os resultados do jornal. Por conseguinte, atualmente, o jornal Zero Hora é líder em leitura no Estado do Rio Grande do Sul, sendo também o jornal de maior circulação do país fora do eixo Rio/São Paulo.

A circulação diária média, verificada no mês de setembro de 2009 foi de 181.954 exemplares pagos. Neste mesmo mês a tiragem diária média, incluindo exemplares grátis, não distribuídos, inutilizados e encalhes, foi de 202.045 exemplares. Para atingir este resultado, suas notícias buscam mostrar “a vida por todos os lados”, publicando fatos que realmente são importantes para seus leitores, sempre destacando como os acontecimentos podem afetar a vida da população.

Os leitores do jornal apresentam um perfil jovem, com alto poder de consumo, com alto grau de formação escolar e que profissionalmente ocupam cargos de nível médio a superior. Muitos deles são freqüentadores de shows, concertos, exposições, cinemas, etc. São pessoas modernas, bem informadas, preocupadas com a aparência e também fortes usuários de tecnologia. Abaixo seguem dados sócio-econômicos dos leitores:

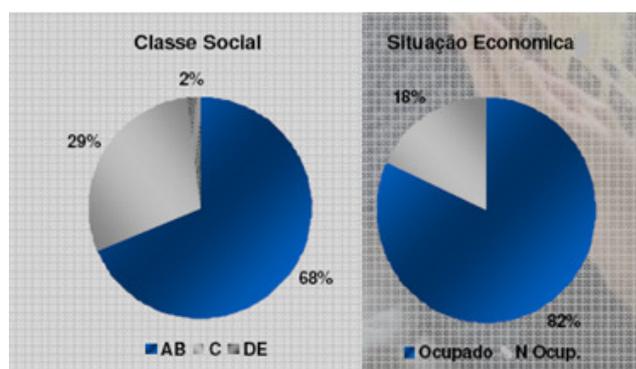


Figura 2 – Dados sócio-econômicos dos leitores

Fonte: Midiakit/ZH.

A principal receita do jornal Zero Hora é oriunda de anúncios publicitários e de classificados. Esta receita provém, principalmente, dos segmentos Supermercados, Varejo Linha Dura, Veículos e também telecomunicações. Outra parcela da receita advém dos valores recebidos dos clientes e dos leitores através das vendas de exemplares avulsos e das assinaturas do jornal. O jornal recebe também valores referentes às vendas de colecionáveis, promoções de eventos e venda de fotos para outros veículos de comunicação.

5. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Para atingir o objetivo do trabalho foi realizada uma revisão bibliográfica, com o intuito de buscar embasamento teórico relacionado aos assuntos pertinentes e necessários para a realização deste estudo de caso.

A revisão foi dividida em três partes, sendo que na primeira, foi efetuada a revisão teórica sobre a caracterização das aquisições e incorporações, bem como os motivos teóricos que as justificam. A segunda parte tratou da teoria referente à determinação do valor econômico agregado (EVA), incluindo temas como o custo de capital próprio e de terceiros. A terceira parte fez um estudo sobre as análises econômico-financeiras de balanços, revisa os principais índices, cálculos e também acerca da determinação do EBITDA e do NOPAT (Net Operating After Taxes). O cálculo do EVA foi necessário para verificar se ocorreu a criação de valor e o cálculo do EBITDA foi útil para a determinação da ocorrência de sinergias operacionais. A análise dos indicadores econômico-financeiros foi utilizada para auxiliar a compreensão dos resultados do EVA e do EBITDA. Dessa forma, todos estes assuntos se fazem necessários para o atingimento dos objetivos previamente estabelecidos neste trabalho.

5.1 CARACTERIZAÇÃO DAS AQUISIÇÕES E INCORPORAÇÕES

De acordo com Gitman (2004, p. 606) uma aquisição ocorre quando duas ou mais empresas se unem e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas, sendo que, em geral, os ativos e passivos da empresa menor são incorporados aos da maior. Esta é principal característica que a diferencia de uma fusão, situação em que ocorre a criação de uma nova empresa resultante da união das diferentes empresas.

Já a diferença entre fusão e incorporação consta na legislação brasileira, mais especificamente na Lei das Sociedades por Ações (Lei Nº 6.404/76). No art. 227 a incorporação é definida como *“a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”* (BRASIL,

1976). Fusão, de acordo com o art. 228 é "*a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações*" (BRASIL, 1976).

O principal tipo de fusões e aquisições, citados por Brealey, Myers e Allen (2008, p. 774) são as chamadas fusões horizontais, onde ocorre a fusão/aquisição entre empresas da mesma linha de negócios. A economia de escala é o objetivo natural deste tipo de fusão, sendo que a redução dos custos provém da partilha de serviços administrativos, de contabilidade, financeiro e desenvolvimento executivo. Verifica-se também um aumento de poder por parte da empresa resultante frente às demais concorrentes e seus compradores e fornecedores.

Já em uma fusão vertical ocorre entre companhias em diferentes estágios do processo produtivo, podendo a empresa compradora estender-se tanto para trás (montante), em direção à fonte de matérias-primas, quanto para frente (jusante), em direção ao consumidor final. Portanto, este processo posiciona a empresa nas mais diversas etapas de elaboração do produto.

O terceiro tipo verificado são as fusões em conglomerado, quando envolvem companhias de ramos não relacionados entre si. Neste caso, as empresas visam reduzir os riscos e aproveitar oportunidades de negócios.

Brigham (2001, p. 947) define um quarto tipo, chamado de fusões congêneres. Estas envolvem firmas da mesma indústria, mas que não atuam na mesma linha de negócios e não são nem fornecedor, nem clientes.

Estes diferentes tipos de fusões apresentam, muitas vezes, motivos semelhantes para a sua realização. Deste modo, fez-se necessário um aprofundamento acerca das principais razões que dão origem às fusões e aquisições.

5.1.1 Os Motivos para as Fusões e Aquisições

De acordo com Firth (1980), *apud* Camargos e Barbosa (2003, p. 24), as operações de fusão e aquisição encontram respaldo na Teoria da Firma e na Teoria da Agência. De acordo com a Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma, as forças competitivas do mercado motivam as firmas a maximizar o valor dos

acionistas. Assim, as firmas se empenham em realizar operações de fusões e aquisições se o resultado for a criação de valor para os acionistas da empresa adquirente. Esse valor pode advir do poder de monopólio, da sinergia ou da implantação de melhores práticas gerenciais na firma adquirida. Já a Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial afirma que os gestores, além de se preocuparem em alcançar certo nível de lucratividade, também se preocupam em aumentar a sua utilidade, na tentativa de reduzir o risco de perda do emprego, aumentar a satisfação no trabalho, a remuneração e seu poder.

Kloeckner (1994, p. 47) cita diversos motivos para a ocorrência de fusões. Estas podem ser decorrentes tanto de expectativas assimétricas, à medida que os proprietários de uma empresa atribuíssem a ela um valor mais baixo do que seus compradores, ou seja, ocorreria uma diferença de previsões, possibilitando um início de processo de fusão ou aquisição.

Um segundo motivo seriam as fusões conglomeradas com a finalidade de se obter uma redução do risco de insolvência, conhecido como efeito co-seguro. Esta operação se justifica pelo fato de que o risco de insolvência de empresas combinadas é menor do que o de insolvência dessas empresas em separado.

Gitman (2004, p. 607) também afirma que o objetivo primordial das fusões e aquisições é a maximização da riqueza dos proprietários. Para que a empresa consiga atingir este objetivo, o crescimento em termos de tamanho ou participação de mercado via aquisição é uma estratégia que demanda um tempo menor que o desenvolvimento interno das capacidades, bem como reduz riscos de projeto, de fabricação e desenvolvimento e de consolidação de novas equipes de vendas.

Um segundo aspecto refere-se às economias de escala que uma aquisição pode representar, dada a capacidade de criação de sinergia entre as duas estruturas. Isto seria decorrente de possíveis reduções nos custos, ocasionadas pelo aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto dos insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*).

Mueller (1969) *apud* Kloeckner (1994, p. 49) reforça esta idéia ao afirmar que não existem outras razões para fusões que pudessem beneficiar os proprietários de empresas compradoras que não fosse à busca por economias de escala. Esta economia poderia ser atingida com custos mais baixos em função do aumento no

nível de produção, pelo rateio dos custos fixos ou, ainda, pela racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento.

Sobre sinergias, Harding (2005, p. 105) alega que elas podem ser tanto positivas quanto negativas. As sinergias positivas podem ser o resultado das receitas de novos produtos, e/ou de produtos existentes, porém originados por novos canais. Também podem ocorrer sinergias com a racionalização de instalações, com o compartilhamento de atividades operacionais e com a eliminação de atividades corporativas duplicadas. Todos estes tipos de sinergias são potenciais de ocorrerem na prática, sendo que sua efetivação irá ser resultado, tanto da eficácia quanto da eficiência do processo de fusão das atividades.

A sinergia pode ser uma decorrência da melhora dos processos, causada pela transferência de conhecimento e competências distintivas entre as empresas, bem como é obtida pela economia na compra de maior volume de matérias-primas. A economia financeira também é o resultado de sinergias de uma melhor estrutura de capital e maior capacidade de alavancagem, com menores custos de endividamento.

As sinergias negativas podem ser ocasionadas tanto por perdas de clientes em virtude de uma deterioração do nível de atendimento ao cliente durante o processo de fusão, quanto de funcionários que, inevitavelmente, deixam de fazer parte do grupo de colaboradores, sendo que, muitas vezes a empresa terá um custo extra para repor estas lacunas, ou de inúmeros outros resultados negativos que vierem a ocorrer durante a incorporação das duas empresas.

As aquisições também podem ser conseqüência de considerações fiscais, pois quando uma das empresas tem um prejuízo, este pode ser transferido para o futuro, para fins fiscais. Dessa forma, uma empresa que tenha prejuízo, pode adquirir e incorporar outra com lucro para poder computar o prejuízo. Assim, ela aumenta o seu lucro final ao reduzir o lucro tributável.

Auerbach & Reishus (1988) *apud* Kloeckner (1994, p. 48) após testes realizados em uma amostra de 318 fusões ocorridas nos Estados Unidos entre 1968 e 1983, concluíram que as evidências empíricas não deram o suporte necessário para considerar a questão tributária como motivo para fusões.

Os benefícios fiscais podem ser o resultado da escolha de uma estrutura de negócios que permita menor ônus tributário para as duas companhias, seja no ato da aquisição ou fusão/incorporação, seja nas operações correntes. Porém, embora

agregue valor para os acionistas, este não deve ser o motivo primário para a realização de operações de fusões e aquisições, pois não traz competências distintas nem sustenta posições competitivas no mercado.

No caso brasileiro existe uma vantagem tributária nos processos de aquisição, tendo em vista que uma empresa, ao adquirir outra e paga ágio, este é dedutível do lucro real. Este ágio fundamenta-se no *goodwill* dos bens e na perspectiva de lucros futuros regulamentado pela Lei Nº 9.532/97, que dispõe sobre o tratamento tributário aplicável. Pela importância da determinação do ágio em um processo de aquisição, o tema foi aprofundando no próximo item.

5.1.2 O Tratamento Contábil das Aquisições

Contabilmente, uma união empresarial deve ser feita de duas maneiras. A primeira é o método de compra, ou seja, os ativos da empresa adquirida serão contabilizados pelo seu principal valor de mercado na empresa adquirente, que estabelece uma nova base de custo para ativos adquiridos. Nesse caso, será criado o que na Contabilidade, denomina-se *goodwill* - diferença dos valores de mercado dos diversos ativos.

O segundo método utilizado é o método da comunhão de interesses, ou seja, os ativos da nova empresa são avaliados pelo valor contábil das empresas adquirente e adquirida. A nova empresa pertence conjuntamente a todos os acionistas. Os ativos totais e o patrimônio total não são afetados pela aquisição e não há criação do *goodwill*. O *goodwill* é o termo utilizado para representar um conceito similar no Brasil ao ágio que surge na aquisição de investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial com fundamento econômico em expectativa de lucros futuros.

Segundo Schmidt (2002, p. 56) o *goodwill* é gerado pelo ágio na aquisição de investimentos, que corresponde à diferença entre o valor pago e o valor contábil, proporcional ao Patrimônio Líquido adquirido na compra de um investimento que será avaliado pelo método de equivalência patrimonial. Tal ágio é registrado separadamente do valor de equivalência patrimonial nas Demonstrações Contábeis da investidora.

De acordo com Neiva (1997, p. 18), o valor da empresa como um todo excede o valor dos ativos avaliados, individualmente. Assim, o *goodwill* está associado com a variação de atributos intangíveis inter-relacionados que derivam de uma avaliação agregada dos futuros ganhos da empresa.

No Brasil, o ágio na aquisição de investimentos pode ser fundamentado economicamente nos seguintes itens:

- a) diferença entre valor de mercado dos ativos e passivos da investida seu respectivo valor contábil;
- b) expectativa de lucros futuros;
- c) direitos de exploração, concessão ou permissão delegada pelo Poder Público.

Nas Demonstrações Contábeis consolidadas, o ágio fundamentado em expectativas de lucros futuros deve ser evidenciado no grupo de investimentos, com a designação de ágio. Já o ágio fundamentado em diferença de valor de mercado deve ser ajustado nos ativos e passivos que lhe deram origem.

A amortização do ágio deve ser baseada no fundamento econômico que o gerou. Caso ele seja decorrente de diferença entre o valor líquido dos ativos líquidos da investida e o seu respectivo valor contábil será amortizado, à medida que esses ativos forem sendo realizados por depreciação, amortização, exaustão, baixa por alienação ou perecimento do investimento. Se o ágio foi fundamentado em expectativa de lucros futuros, deve ser amortizado de acordo com a expectativa de benefícios futuros projetada, pela baixa por alienação ou perecimento do investimento, sendo que o prazo máximo não poderá exceder a dez anos. Caso o ágio seja decorrente de direitos de exploração, concessão ou permissão delegada pelo Poder Público deve ser amortizado no período contratado ou estimado de uso, vigência ou de perda da substância econômica, ou pela baixa por alienação ou perecimento do investimento.

Já o *goodwill* negativo é o termo usado para representar um conceito similar ao do deságio que surge na aquisição de investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial com fundamento econômico em expectativa de prejuízos futuros. O deságio é definido como a diferença a menor entre o valor pago na aquisição de um investimento que será avaliado pelo método da equivalência

patrimonial e o seu valor contábil, englobando os fundamentos econômicos de expectativa de prejuízos futuros e diferença de valor de mercado do Ativo e Passivo da investida, bem como seu respectivo valor contábil. Deve-se ressaltar que o deságio não fundamentado economicamente deve ser mantido sem amortização até que o investimento seja baixado por alienação ou perecimento. A amortização do deságio segue as mesmas regras do ágio, sendo limitada ao prazo de dez anos.

5.2 DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO AGREGADO

A seguir, foi abordado o referencial teórico sobre Valor Econômico Agregado (EVA), bem como as variáveis necessárias para o seu cálculo, como o custo de capital próprio e de terceiros.

A determinação do EVA é de grande importância na tomada de decisões financeiras. Geralmente, este tipo de tomada de decisão envolve não apenas a possibilidade de crescimento da empresa, mas, principalmente, de sua permanência. Neste sentido, a determinação do EVA contribui tanto para a análise das decisões financeiras ocorridas no passado, quanto à formulação de novas estratégias para a organização.

5.2.1 Valor Econômico Agregado

De acordo com Ehrbar (1999, p. 1) EVA, é uma medida de desempenho empresarial que inclui uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza. O Autor complementa:

“Aritmeticamente, é o lucro operacional após pagamento de impostos menos o encargo sobre capital, apropriado tanto para endividamento quanto para capital acionário. O que resta é o valor em dólares pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital utilizado para realizar aquele lucro.”

Segundo Gitman (2004, p. 14) o EVA é uma medida usada pelas empresas para determinar se um investimento – proposto ou existente – contribuiu positivamente para a riqueza dos acionistas. O valor pode ser obtido ao se subtrair dos lucros operacionais líquidos os custos dos fundos utilizados para financiar a atividade da empresa.

Para Drucker (1995), *apud* Ehrbar (1999, p. 2):

“EVA se baseia em algo que sabemos há muito tempo: Aquilo que chamamos de lucro, o dinheiro que sobra para remunerar o capital, geralmente nem é lucro. Até que um negócio produza um lucro seja maior do que seu custo de capital, estará operando com prejuízo. Não importa que pague impostos como se tivesse um lucro verdadeiro. O empreendimento ainda retorna menos à economia do que devora em recursos. Até então, não cria riqueza; a destrói.”

Damodaran (2002, p. 422), afirma que o valor é uma medida do superávit em dólares criado por um investimento ou uma carteira de investimentos. É calculado como o produto do retorno excedente proporcionado por um investimento e o capital nele investido.

Brealey, Myers e Allen (2008, p. 271), acrescentam que os indicadores que orientam os gestores em seu desempenho devem levar em consideração o valor adicionado, ou seja, nos retornos sobre a acima do custo de capital. Na prática, quando as empresas avaliam o seu retorno, somam as receitas, deduzem custos como os salários, as matérias-primas, as despesas gerais e os impostos. Porém, geralmente elas não deduzem o custo do capital.

A empresa Stern Stewart & Co utiliza o EVA como um sistema de gestão integrado que é utilizado tanto para medir a performance com base no resultado econômico da criação de valor e de riqueza para o acionista quanto para redesenhar os sistemas de gestão de forma a permitir que os processos de planejamento estratégico, alocação de recursos e gestão de resultados tenham foco na criação de valor.

A Stern Stewart pretende com isto motivar os gestores a criar valor ao relacionar o sistema de remuneração à criação de valor. Dessa forma, o método EVA procura fortalecer a cultura de criação de valor, através de treinamento e comunicação, tornando os gestores mais conscientes do processo de criação de valor.

Portanto, a idéia central do EVA é que uma empresa, um investimento ou uma unidade de negócios só cria valor para seus proprietários quando seu resultado operacional supera o custo de capital empregado, ou seja, está associada ao aumento ou a redução do valor ao acionista, que é o tema central deste trabalho.

Segundo Silva (2004, p. 223) o EVA é o NOPAT menos o custo do capital utilizado (próprio e de terceiros) para financiar as aplicações nos ativos operacionais, portanto, a forma do EVA é dada por:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Capital Investido} \times \text{WACC})$$

Onde:

NOPAT = (*Net Operating Profit After Tax*) ou Lucro Operacional Após Impostos

WACC = (*Weighted Average Cost of Capital*) ou Custo Médio Ponderado de Capital

Graficamente, pode-se representar o EVA da seguinte maneira:

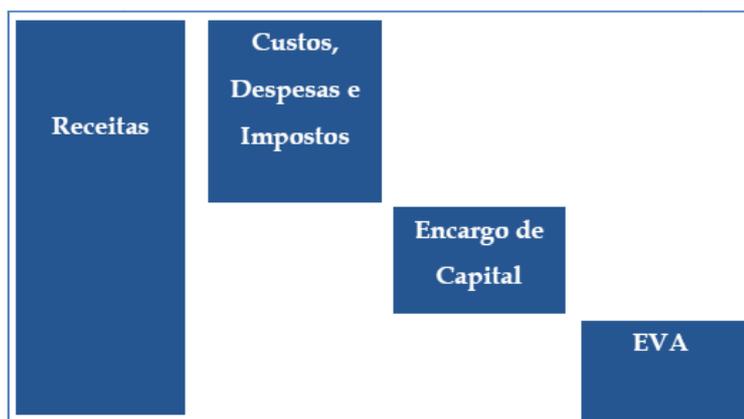


Figura 3 – Composição do EVA

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esta estrutura demonstra que, para a determinação do valor econômico agregado, a empresa deve descontar não apenas seus custos, despesas e impostos, mas também o seu encargo de capital. O resultado deste cálculo será o próprio EVA. Portanto, um dos principais elementos na sua determinação é a mensuração do custo do capital da empresa.

Ehrbar (1999, p. 106) sugere alguns ajustes contábeis para corrigir as percebidas inadequações na prática padrão das Demonstrações Contábeis. O autor considera que existe uma distância crescente entre os GAAP (*General Accepted Accounting Principles*) da realidade econômica das empresas. Para corrigir tal distância, o método sugere cerca de cento e sessenta ajustes contábeis a serem feitos nos GAAP e nos tratamentos contábeis internos.

Para Ehrbar (1999, p. 134) os principais ajustes a serem realizados para colocarem, tanto o NOPAT quanto o capital em bases econômicas, envolvem lançamentos contábeis relacionados à pesquisa e desenvolvimento, investimentos estratégicos, contabilização de aquisições, lançamento de despesas, depreciação, encargos de reestruturação, impostos e ajustes no balanço.

O próprio Ehrbar (1999, p. 166), reconhecendo a dificuldade de tais ajustes, afirma que “o propósito não é chegar a uma mensuração que seja teoricamente perfeita. Ao invés disso, o propósito é mudar o comportamento dos administradores, num sentido que conduza a maximização da riqueza dos acionistas”.

Tendo em vista à complexidade de tais ajustes, para a realização deste trabalho, as únicas alterações envolvem os ajustes e padronização das Demonstrações Contábeis. Porém, este assunto será abordado no capítulo que trata da análise financeira de balanços.

Nos casos de EVA negativo, Ehrbar (1999, p. 104) alega que isto significa que a empresa não está cobrindo seus custos, mesmo demonstrando lucros positivos. Porém, ressalta que um EVA negativo não representa que uma unidade de negócios esteja fadada ao fracasso. É também função do EVA ser uma medida de melhoria contínua, pois tornar o EVA negativo de um exercício em outro menos negativo no ano seguinte é tão criador de riqueza quanto tornar um EVA positivo noutro maior ainda.

Para reverter este quadro de EVA negativo, ou para aumentar o EVA positivo, Ehrbar (1999, p. 106), afirma:

“1. Cortar custos e reduzir impostos para aumentar o NOPAT sem crescer capital. Ou seja, operar de forma mais eficiente para ganhar um maior retorno sobre o capital já investido no negócio.

2. Empreender todos os investimentos nos quais o aumento de NOPAT será maior do que o aumento de encargos de capital. Ou seja, investir em crescimento lucrativo, empreendendo todos os projetos com valor líquido presente positivo que prometam produzir um retorno sobre capital que exceda o custo de capital.

3. Retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excedam qualquer redução de NOPAT. Ou seja, deixar de investir em – ou liquidar – ativos e atividades que não estejam gerando retornos iguais ao ou maiores do que o custo de capital.

4. Estruturar as finanças da empresa de forma tal que minimizem o custo de capital, algo que reside exclusivamente nos domínios do departamento financeiro, do CEO e do conselho de administração.”

Acerca das vantagens da utilização do EVA, Higgins (2007, p. 358) declara que ele integra três importantes funções administrativas: análise de investimento, avaliação de desempenho e remuneração por incentivos. Verifica-se que a idéia básica desta ferramenta é criar um sistema de remuneração executiva baseada em planos de bônus, com o objetivo de alinhar os interesses da administração e dos acionistas, dando aos administradores a motivação para escolherem estratégias e tomarem decisões operacionais que maximizem a riqueza dos acionistas. Porém, é importante ressaltar que, como não é o foco deste trabalho estudar a remuneração por incentivos, e sim o desempenho do investimento realizado, será dado um enfoque maior sobre o EVA como uma medida de avaliação e desempenho. Percebe-se que o EVA além de mensurar a eficiência da empresa, estipula o quanto ela agregou de valor ao seu acionista após a contabilização do custo do capital próprio dos sócios.

Sobre esta característica do EVA, Assaf Neto (2007, p. 164) alega que criar valor ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas. Acrescenta-se o raciocínio do cálculo dos custos implícitos, principalmente de oportunidade do capital investido, que não é abordado pela Contabilidade tradicional na apuração dos Demonstrativos de Resultado dos Exercícios, conseqüentemente, na quantificação da riqueza dos acionistas.

Uma empresa é considerada criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos. Em outras palavras, quando o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos credores, ao financiarem parte dos ativos, e pelos acionistas, em suas decisões de investimento de risco.

Porém, anteriormente a avaliação da criação de valor, faz-se necessário estimar o custo, tanto de seu patrimônio, quanto do capital de terceiros, utilizado pela empresa para financiar suas atividades. Também se deve salientar que, para cada tipo de investidor existem diferentes tipos de riscos, sendo assim, cada um

deles envolve diferentes taxas de retorno para disponibilizar os recursos requisitados pela empresa.

O custo a ser utilizado em todos os cálculos do EVA é o Custo Médio Ponderado de Capital. Esta taxa, quando multiplicada pelo capital total, é o lucro que deve ser realizado para atender aos pagamentos de juros da dívida e juros adicionais restantes suficientes para dar aos acionistas um retorno aceitável sobre o investimento. Dada a importância deste assunto, ele foi abordado no próximo item.

5.2.2 Custo Médio Ponderado de Capital

Para calcular o EVA, faz-se necessário calcular o custo de capital de uma empresa. A determinação do custo de capital, segundo Gitman (2004, p. 402) é um conceito financeiro extremamente importante, pois funciona como vínculo básico entre as decisões de investimento de longo prazo da empresa e a riqueza dos proprietários, determinada pelos investimentos no mercado.

O Custo Médio Ponderado de Capital, segundo Damodaran (1997, p. 77), é a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, Patrimônio Líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras.

Ross (2000, p. 320) complementa afirmando que o custo de capital é uma consequência da estratégia de financiamento adotado pela empresa, que é definida principalmente por sua capacidade de acesso a fontes de capital menos onerosas que permitem minimizar o custo de capital. Porém ressalta que, o custo de capital associado a um investimento depende do risco desse investimento, ou seja, ele depende também do uso dos fundos, e não apenas de suas fontes.

É esta relação entre risco e retorno que nos indica que, quanto maior o risco relacionado a um projeto, maior deve ser o retorno exigido pelo investidor ao assumir este risco. Caso uma empresa totalmente financiada por capital próprio, o WACC será igual ao custo do capital próprio.

Assaf Neto (2007, p. 272) alerta que devem ser analisados o custo de capital próprio, o custo de capital de terceiros e, principalmente a proporção dos recursos de terceiros em relação ao Patrimônio Líquido. Esta proporção está relacionada às

práticas da política financeira adotada pela da empresa, pois ela é que irá determinar qual a estrutura de capital ideal, ou seja, qual é a combinação entre capital próprio e de terceiros a ser aplicado em suas operações.

Segundo Ehrbar (1999, p. 143) três componentes estão relacionados à determinação do custo de capital. O primeiro é a taxa de juros livre de risco, que é geralmente medida pela taxa de bônus do governo. Esta taxa reflete o fato de que o capital é escasso e que qualquer utilização dele tem um valor no tempo mínimo, mesmo quando a pessoa que está fornecendo o capital estiver absolutamente certa de recebê-lo integralmente de volta.

O segundo componente é um prêmio sobre a taxa livre de risco para compensar o risco do negócio. Este risco varia de acordo com o nível de incerteza no setor da empresa. O terceiro elemento é uma redução do custo de capital para refletir as economias que a maioria das empresas realiza com a dedução de pagamento de juros de seu lucro tributável, comumente chamado de benefício fiscal sobre endividamento.

Ehrbar (1999, p. 144) reconhecendo a dificuldade de estimativa do custo de capital para o cálculo do EVA, afirma que a técnica para a obtenção do custo de capital é menos importante para a obtenção dos benefícios do que o fato dos gerentes reconhecerem explicitamente que o capital tem algum custo.

O cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital é dado pela multiplicação do custo específico de cada modalidade de financiamento por sua participação na estrutura de capital da empresa e somam-se os valores ponderados. Portanto, a sua fórmula é dada por:

$$WACC = K_e(E/[E + D + PS]) + K_d(D/[E + D + PS]) + K_{ps}(PS/[E + D + PS])$$

Onde WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

K_e = custo do capital próprio

K_d = custo das dívidas após impostos

K_{ps} = custo das ações preferenciais

$(E/[E + D + PS])$ = proporção em valor de mercado do Capital Próprio em relação ao valor do *mix* de financiamento

$(D/[E + D + PS])$ = proporção em valor de mercado da Dívida em relação ao valor do *mix* de financiamento

$(PS/[E + D + PS])$ = proporção em valor de mercado das Ações Preferenciais em relação ao valor do *mix* de financiamento

De acordo com Damodaran (1997, p. 83), em empresas de capital fechado, as fórmulas da proporção do capital próprio e de terceiros utiliza-se o índice do valor contábil (e não ao valor de mercado). Também para este trabalho não será levado em consideração o cálculo da proporção das ações preferenciais em relação ao *mix* de financiamento. Portanto, a fórmula do Custo Médio Ponderado de Capital, ajustada para o presente trabalho é dada por:

$$WACC = K_e(E/[E + D]) + K_d(D/[E + D])$$

Onde:

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

K_e = custo do capital próprio

K_d = custo das dívidas após impostos

$(E/[E + D])$ = proporção em valor contábil de mercado do capital próprio em relação ao valor do *mix* de financiamento

$(D/[E + D])$ = proporção em valor contábil da dívida em relação ao valor do *mix* de financiamento

De acordo com Damodaran (2002, p. 126) o custo de capital é uma medida do custo composto enfrentado por uma empresa para levantar recursos. Ao se observar o retorno de capital obtido por um projeto, esta é a menor taxa aceitável de corte que o projeto deve superar. Para o autor, o próprio valor da empresa aumenta (ou diminui) segundo o Custo Médio Ponderado de Capital de acordo diminui (ou aumenta). Entretanto, para a sua determinação, fez-se necessário o estudo do Custo do Capital Próprio e do Custo do Capital de Terceiros, itens abordados nos próximos tópicos.

5.2.2.1 Custo do capital próprio

De acordo com Ross (2008, p. 481) o custo do capital próprio é o retorno que os investidores do Patrimônio Líquido exigem sobre seu investimento na empresa. Porém, alerta que não há como observar diretamente o retorno que os investidores do Patrimônio Líquido da empresa exigem sobre seus investimentos.

Para Damodaran (1997, p. 59) existem duas abordagens para estimar o custo do capital próprio: a primeira é através da utilização de um modelo de risco e retorno, tendo como base informações de mercado e a segunda é pela aplicação de um modelo de crescimento de dividendos. Este método não será aprofundado neste trabalho pelo fato de a empresa em análise não ter seu capital aberto e, dessa forma, não sendo aplicável no presente trabalho.

Para empresas de capital fechado, Damodaran (1997, p. 72) sugere a utilização de betas de empresas de capital aberto com ações regularmente negociadas em bolsa que sejam comparáveis em termos de risco de negócios e alavancagem operacional. O relacionamento entre betas e alavancagem, pode ser utilizado para corrigir as diferenças de alavancagem financeira entre a empresa objeto de análise e as empresas comparáveis. Este assunto foi aprofundado, para ajustar o beta do setor de *newspaper* para a estrutura de capital do jornal Zero Hora.

Dessa forma, este trabalho utilizou como base o modelo do CAPM (*Capital Asset Price Model*), que foi introduzido por William Sharpe em 1964, e passou a ter uma posição de destaque desde então, sendo amplamente utilizado por empresas e investidores do mercado financeiro, tanto para avaliação de investimentos quanto para precificação de ativos. De acordo com o CAPM o custo de capital próprio de uma empresa é formado pela taxa livre de risco de se estar aplicando em um determinado ativo, ou empresa. Este prêmio de risco é formado pelo risco de mercado (diferença entre o retorno do índice de mercado e o retorno livre de risco), ajustado por um fator (beta) que mede o risco não diversificável, ou sistemático, de um ativo ou empresa em questão. A fórmula do CAPM foi adaptada, abaixo, para o cálculo do custo do capital próprio:

$$R_{PL} = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Onde:

R_{PL} = retorno exigido pelo capital próprio ou custo do capital próprio

R_f = taxa livre de risco

$R_m - R_f$ = prêmio de risco

β_i = grau de risco do ativo

O mercado brasileiro apresenta elevada volatilidade dentre seus diversos índices financeiros. Esse fato impede uma definição mais confiável da tendência de comportamento futuro, visando suprir essa lacuna, utiliza-se o modelo CAPM, em que é estipulado o prêmio pelo risco de mercado verificado na economia dos Estados Unidos, sendo essa mais estável e admitida como a de mais baixo risco, acrescida de uma medida do risco país. Em verdade, o denominado risco-país (risco soberano) procura retratar o risco da economia de um país, sendo geralmente apurado pelo excesso de remuneração que os títulos públicos de um país pagam em relação a títulos similares emitidos pelo Departamento do Tesouro dos EUA (*Treasury Bonds*).

Esses títulos são lastreados pela confiança depositada pelos investidores no Governo dos Estados Unidos, e são aceitos pelo mercado como livres de risco. Os T-Bonds representam uma referência de taxa de juros nos mercados financeiros internacionais, indicando o piso mínimo dos juros. O mercado dos Treasury Bonds também apresenta o maior volume de negociação do mundo, sendo os títulos considerados como os de maior liquidez.

Dessa forma, a remuneração adicional paga pelo título brasileiro em relação aos T-Bonds é entendida como um *spread* pelo risco de *default*, ou seja, o risco-país. Ao se obter o custo de oportunidade do capital próprio, tendo-se como referência o mercado dos EUA, deve-se acrescentar ao percentual calculado, essa taxa de risco da economia.

Nesse sentido, o EMBI+ é um índice baseado nos bônus (título de dívida) emitido pelos países emergentes. Esse índice foi criado pelo banco J.P. Morgan e, para defini-lo e, assim quantificar o grau desse risco, analisa o rendimento dos instrumentos de dívida do país, principalmente a taxa de juros com a qual o país pretende remunerar os aplicadores em bônus representativos da dívida pública.

Portanto, a fórmula do custo de capital próprio, acrescida do risco - Brasil, identificado pelo α_{BR} , é dada por:

$$R_{PL} = R_f + \beta_L (R_m - R_f) + \alpha_{BR}$$

Para ajustar o beta (de um determinado setor), para a realidade da estrutura de capital de uma determinada empresa, deve-se calcular o beta médio desalavancado daquele setor, partindo do beta desalavancado de cada empresa. De posse desse beta médio desalavancado do setor, calcula-se o beta alavancado da empresa objeto de análise. O primeiro dado, o beta desalavancado, foi obtido do site Damodaran On Line. O segundo cálculo foi dado pela equação abaixo, segundo Damodaran (1997, p. 72):

$$\beta_L = \beta_u \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$

Onde:

β_L = beta alavancado ajustado da empresa

β_u = beta desalavancado do setor

D = capital de terceiros

E = capital próprio

t = alíquota de IR e CSLL

O resultado da equação acima deve ser inserido na fórmula do CAPM e, o resultado irá representar a taxa mínima a ser exigida pelos investidores de forma a compensar o risco assumido. Dessa forma, uma taxa de retorno maior irá valorizar o negócio, agregando valor econômico aos proprietários de capital. Ao contrário, com taxas de retorno sobre o capital aplicado inferiores ao custo de oportunidade, destroem valor.

O beta, sendo uma das principais variáveis nessa fórmula, é determinado, segundo Damodaran (1997, p. 69), por três outras variáveis, sendo elas: o tipo de

negócio, a alavancagem operacional e a alavancagem financeira. O tipo de negócio refere-se ao fato de que este, quanto mais sensível às condições de mercado, mais alto será o beta. Dessa forma é de se esperar que empresas cíclicas possam ter betas mais altos do que empresas não-cíclicas.

O segundo item refere-se ao fato de que empresas alavancadas operacionalmente apresentam maiores variabilidades nos lucros antes de juros e impostos. Desse modo, as empresas menos alavancadas tendem a apresentar menores oscilações nos fluxos de caixa disponíveis a seus acionistas, resultando em betas menores.

O último item, alavancagem financeira, interfere no beta porque empresas mais alavancadas financeiramente tendem a apresentar betas maiores, pois, sendo os juros sobre capital de terceiros equivalentes a custos fixos, estes permitem um incremento maior dos lucros nos anos bons e uma queda mais acentuada nos anos ruins, aumentando assim a sua variabilidade.

Após a determinação do custo de capital próprio, deve-se obter o custo do capital de terceiros.

5.2.2.2 Custo do capital de terceiros

De acordo com Ross (2008, p. 485) o custo do capital de terceiros é o retorno que os credores da empresa exigem sobre os novos empréstimos. Portanto, o custo das dívidas mede o custo para a empresa dos empréstimos assumidos para o financiamento de projetos.

Em termos gerais, é determinado, principalmente, por três variáveis, sendo a primeira o nível corrente das taxas de juros, pois, à medida que o nível das taxas de juros aumenta o custo da dívida para a empresa também cresce. A segunda variável é esta no risco de inadimplência da empresa, sendo que se este aumentar, o custo de tomar dinheiro emprestado também crescerá. A terceira variável está nos benefícios fiscais associados aos empréstimos, tendo em vista que o custo da dívida após a tributação é uma função da alíquota fiscal. O benefício fiscal decorrente do pagamento de juros torna mais baixo o custo da dívida após tributação em relação ao custo antes do pagamento dos impostos.

Segundo Helfert (2000, p. 232), sob as diretrizes atuais da SRF, pagamentos de juros de todos os tipos são dedutíveis do imposto de renda pelas empresas. Por causa dessa característica, o custo líquido dos juros (pelo menos para empresas com lucros suficientes e sujeitas ao imposto de renda) é a despesa anual de juros multiplicada pelo fator (f) de 1 (um) menos a alíquota de imposto aplicável.

Dessa forma, conclui-se que o conhecimento correto do custo de capital é essencial para o processo de análise e tomada de decisões financeiras. Em seu objetivo de maximização da criação de valor, a rentabilidade oferecida pelos fluxos de benefícios líquidos esperados incrementais em relação aos desembolsos necessários deve ser maior que o custo de capital dos recursos alocados para a decisão. Sendo assim, o valor presente dos fluxos de benefícios incrementais de caixa deve exceder aos investimentos previstos, quando todos os fluxos forem descontados a uma taxa representativa do custo de capital.

Outro elemento que auxilia a compreensão da criação de valor ao acionista é a análise financeira de balanços. Ou seja, os resultados determinados de pelo cálculo do EVA, neste estudo, foram compreendidos com base nos índices retirados das Demonstrações Contábeis e na posterior análise. E este assunto foi abordado no próximo item.

5.3 ANÁLISE FINANCEIRA DE BALANÇOS

O conceito de análise de balanços, segundo Ludícibus (1998, p. 20) é: “[...] a arte de saber extrair relações úteis, para o objetivo econômico que tivermos em mente, dos relatórios contábeis tradicionais e de suas extensões e detalhamentos [...]”.

Padoveze e Benedicto (2004, p. 3) definem a análise de balanços como: “... a aplicação do raciocínio analítico dedutivo sobre os valores patrimoniais e suas inter-relações, expressos nas Demonstrações Contábeis de uma entidade.”

Matarazzo (2007, p. 15) complementa a definição, ressaltando a importância da transformação dos dados em informações:

As Demonstrações Financeiras fornecem uma série de dados sobre a empresa, de acordo com as regras contábeis. A análise de balanços transforma esses dados em *informações* e será tanto mais eficiente quanto melhores informações produzir.

Segundo Gitman (2004, p. 42), a análise de índices envolve técnicas de cálculos e interpretação de índices financeiros, objetivando a análise da situação da empresa.

Para os autores acima, o conceito de análise de balanços está relacionado à observação crítica das Demonstrações Contábeis, buscando de maneira minuciosa, a transformação dos dados em informações, que possam levar tanto a esclarecimentos, quanto a novos questionamentos sobre a situação econômico-financeira da empresa em análise. Este objetivo apenas será alcançado com a análise detalhada de cada uma das contas contábeis, e o impacto de cada uma delas nos indicadores de desempenho operacional, de rentabilidade e de liquidez.

No que se refere ao objetivo, Assaf Neto (2007, p. 55), alega que a análise de balanços procura mensurar a posição econômico-financeira atual da empresa, bem como compreender as causas que originaram a evolução apresentada e também as tendências para os próximos exercícios. Em outras palavras, é pela análise de balanços que se extraem informações sobre a posição passada, presente e futura (projetada) de uma empresa.

Na mesma linha de raciocínio, Matarazzo (2007, p. 15) alega que a análise de balanços objetiva extrair informações das Demonstrações Financeiras para a tomada de decisões. O processo de tomada de decisão consiste nas seguintes etapas:

- a) escolha dos indicadores;
- b) comparação com padrões;
- c) diagnósticos ou conclusões; e
- d) tomada de decisão.

Para Matarazzo (2007, p. 18), a análise financeira de balanços permite a análise de indicadores que demonstrem a situação financeiro-econômica, o desempenho e a eficiência na utilização dos recursos, as tendências e perspectivas e seu quadro evolutivo. A análise também pode gerar informações que evidenciem

uma visão da estratégia e dos planos da empresa, bem como deixa transparecer as causas das alterações na rentabilidade e na situação financeira, e ainda possibilita verificar eventuais erros na tomada de decisão da administração.

De acordo com Silva (2004, p. 24) a análise financeira necessita ter uma visão sistêmica, levando em consideração a estratégia da empresa, suas decisões de investimento e de financiamento e suas operações. Assim, os investimentos devem ser realizados levando em consideração as estratégias da empresa, bem como os financiamentos, que indicam a origem dos recursos investidos. As operações são importantes na análise financeira por representar de que forma as atividades da empresa estão contribuindo, ou não, para a geração de caixa e de resultados esperados.

Segundo Ross (2000, p. 92), as informações obtidas das Demonstrações Contábeis possibilitam a importante tarefa de planejamento da empresa, pois as informações passadas são muito úteis para gerar projeções para o futuro e avaliar o realismo das premissas contidas nessas projeções.

De acordo com Ludícibus (1998, p. 95) a análise de balanços revela mais áreas de problemas a serem investigados do que soluções, bem como não deve-se esperar resultados prontos ao se efetuar uma análise.

Percebe-se uma aproximação nos conceitos dos autores de que o objetivo geral é a obtenção de elementos para o processo de avaliação da continuidade financeira e operacional da entidade analisada e que auxiliem, conseqüentemente, na tomada de decisão.

Conclui-se também que o mais importante não é a quantidade de índices calculados, mas sim, a correta interpretação destes, pois o excesso de indicadores pode inclusive prejudicar a análise, principalmente quando interfere na visão de conjunto necessária para qualquer tarefa analítica.

Antes de se escolher quais índices analisar, deve-se questionar o que se quer objetivar com a análise, para posteriormente optar pelos índices que melhor podem servir de base para a análise.

É importante ressaltar as limitações das análises de balanços, tendo em vista que embora pareça simples efetuar a análise de dados concretos, como índices, números, percentuais e evoluções históricas, o analista dificilmente terá respostas exatas acerca do futuro da empresa em análise. Isto pode ser afirmado ao se constatar que a análise de balanços é realizada em eventos passados, e que um

bom desempenho passado não significa que este irá se manter, principalmente em ambientes econômicos de incertezas, como o atual.

Em relação aos índices, Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 76) acrescentam que não se pode afirmar quais são os índices mais importantes e qual seria um valor alto ou valor baixo.

Porém, o fato de possuir estas limitações, não significa que as Demonstrações Contábeis não tenham validade. Muito pelo contrário, pois é com o conhecimento da empresa, do seu histórico, da sua situação atual e da sua estrutura contábil que as corretas decisões poderão ser tomadas, resultando em bons desempenhos futuros.

Portanto, a análise de balanços e de todo seu instrumental, é uma ferramenta importante na avaliação da empresa, não por fornecer as respostas prontas ao analista, mas por auxiliar no entendimento de *como* e *porque* a empresa está na atual situação.

5.3.1 Ajustes das Demonstrações Contábeis para Análise

Antes de iniciar qualquer tipo de análise, faz-se imprescindível tanto a execução de ajustes relacionados às contas contábeis, quanto em relação às perdas monetárias ocasionadas pela inflação.

Matarazzo (2007, p. 135) afirma que a padronização consiste numa crítica às contas das Demonstrações Contábeis, bem como a transcrição delas para um modelo previamente definido.

O processo de reclassificação consiste na preparação e organização dos dados da empresa com a finalidade de desenvolver a sua análise e obter um conjunto de indicadores e relatórios que possibilitem a tomada de decisão. Portanto não existe um padrão rígido de reclassificação, variando muito de analista para analista, tendo em vista os objetivos almejados.

Segundo Padoveze e Benedicto (2004, p. 75) a análise econômico-financeira tem por objetivo extrair informações das Demonstrações Contábeis para ser utilizada no processo de tomada de decisão da empresa. Porém, antes se faz necessário

trabalhar estes dados, separando-os e combinando-os a fim de viabilizar a sua interpretação, de acordo com um objetivo previamente estabelecido.

5.3.1.1 Padronização das demonstrações contábeis

De acordo com Silva (2004, p. 191) a padronização das Demonstrações Contábeis tem por finalidade levar as peças contábeis a um padrão que atenda às diretrizes técnicas internas da instituição ou do profissional independente que esteja desenvolvendo a análise para entender determinada finalidade.

De acordo com Matarazzo (2007, p. 136) a padronização é realizada para simplificar a visualização, tendo em vista que, segundo a Lei das S.A., por exemplo, um balanço compreende cerca de 60 contas. Um segundo motivo consiste na comparabilidade, nos casos de análises de diferentes empresas ou de diferentes setores, que apresentam distintas formas de apresentar suas Demonstrações Contábeis. Um terceiro motivo consiste na adequação aos objetivos do analista, pois cada análise está orientada a um determinado objetivo, como por exemplo, análise de crédito, de investimento, de fusões, de incorporações, de concorrência, dentre outros. Assim, cabe ao analista readaptar as peças contábeis de forma a atender seus objetivos previamente determinados.

Sobre o início da análise, Silva (2004, p. 195) afirma que esta inicia durante a reclassificação das Demonstrações Contábeis. É fundamental que o analista tenha condições de avaliar a relevância de cada item, à medida que tal item possa apresentar dificuldade, sendo que valores importantes devem ser esclarecidos e pequenos valores muitas vezes não justificam perda de tempo.

Padoveze e Benedicto (2004, p. 88) recomendam alguns ajustes que consideram clássicos, porém ressaltam que, se os valores dos ajustes forem de pouca monta em relação aos demais dados, a análise não será prejudicada pela simples não-realização dos ajustes. Os valores da conta Resultados de Exercícios Futuros, caso representem efetivamente recursos próprios da empresa, devem ser incorporados ao Patrimônio Líquido, porém, se forem passivos exigíveis, devem-se manter no Passivo.

Em relação ao DRE, mais especificamente relacionado à conta Outras Despesas e Receitas Operacionais, Ludícibus, (1998, p. 55) sugere que seja enquadrado neste grupo as despesas operacionais não relacionadas aos grupos despesas com vendas, administrativas e gerais. Neste caso, Despesas Tributárias, não se considerando aquelas que variam em relação às vendas, devem ser consideradas neste grupo, bem como prejuízos oriundos das aplicações em outras empresas. Neste grupo, também, se podem incluir outras receitas de caráter eventual.

Segundo Matarazzo (2007, p. 72), neste grupo de contas devem ser considerados os valores referentes a conta Participação nos Resultados de Coligadas e Controladas pelo método de equivalência patrimonial e, também, referente a conta Efeitos Inflacionários.

Os valores referentes às contas Receitas e Despesas Financeiras e Perdas em Operações de Crédito, segundo Padoveze e Benedicto (2000, p. 99), devem ser retiradas do grupo que resulta no Lucro Operacional, apenas sendo consideradas após o valor deste lucro.

Após a padronização e reclassificação das contas contábeis, tanto do Ativo e do Passivo, quanto da Demonstração do Resultado do Exercício, deve-se efetuar a atualização monetária, a fim de sem neutralizar os efeitos da alteração do poder de compra que ocorre ao se analisar períodos superiores a um exercício.

5.3.1.2 Atualizações monetárias

Tendo em vista que um dos principais objetivos das Demonstrações Contábeis é fornecer informações relevantes para a tomada de decisões gerenciais e que a inflação distorce consideravelmente as demonstrações, levando a resultados não apenas incoerentes, como incorretos, aumentando as chances da tomada de decisão ser igualmente errada, fica evidente que estes efeitos não podem ser desconsiderados ao se iniciar qualquer tipo de análise contábil, envolvendo dois ou mais exercícios.

Helfert (2000, p. 338) afirma sobre as aplicações do ajuste inflacionário na análise financeira:

“Restabelecer os dados ou as projeções da empresa, em termos de moeda real, [...] é útil para avaliar se o desempenho da empresa tem melhorado com as mudanças nos valores da moeda corrente. Tal procedimento deve ser utilizado para mensurar os valores dos ativos e das obrigações da empresa, ou para mostrar o crescimento ou a queda real nas vendas e lucros.”

Em relação à correção das Demonstrações Contábeis, Ludícibus (1998 p. 155) afirma: “segue-se que a análise financeira realizada com balanços não corrigidos perde completamente sua finalidade, quando não vai prejudicar o analista.” Ele complementa informando que é nos índices de rentabilidade que ocorrem os maiores desvios.

De acordo com Assaf Neto (2007, p. 128) é inadequado o analista trabalhar exclusivamente com os resultados nominais publicados pelas empresas em suas Demonstrações Contábeis. Para ele se faz necessário a atualização desses valores sob uma unidade monetária constante, para que as demonstrações possuam uma regularidade em seus valores, mantendo-os constantes em termos de capacidade de poder aquisitivo.

Apenas com a atualização monetária poderá se iniciar a procura por informações que tenham significado real da evolução da empresa em determinado período.

Também Matarazzo (2007, p. 121) salienta sobre a importância da correção monetária: “... as demonstrações financeiras preparadas nos moldes oficiais não se prestam à análise.”

Com a implantação do Plano Real em 1995 e o surgimento de uma moeda relativamente estável na economia brasileira, a Lei N.º 9.249/95, que tratava da correção monetária das Demonstrações Contábeis, foi revogada.

Porém esta decisão acabou por prejudicar a qualidade das informações contábeis, tendo em vista que fere o princípio contábil da atualização monetária, pois mesmo em baixos patamares, a inflação acarreta em perda do poder aquisitivo, principalmente em médios e longos prazos de análise.

Neste sentido, para visualizar como a alteração no poder de compra da moeda pode interferir a análise das Demonstrações Contábeis, a figura 4, na próxima página, retrata a evolução da inflação no Brasil no período de 2004 a 2009.

A principal informação retirada da figura é a tendência crescente do índice a partir do ano de 2005 até 2008, período também marcado pelo crescimento

econômico. A deflação apurada em 2009 é decorrente da retração da economia, em virtude da crise mundial, iniciada no segundo semestre de 2008.

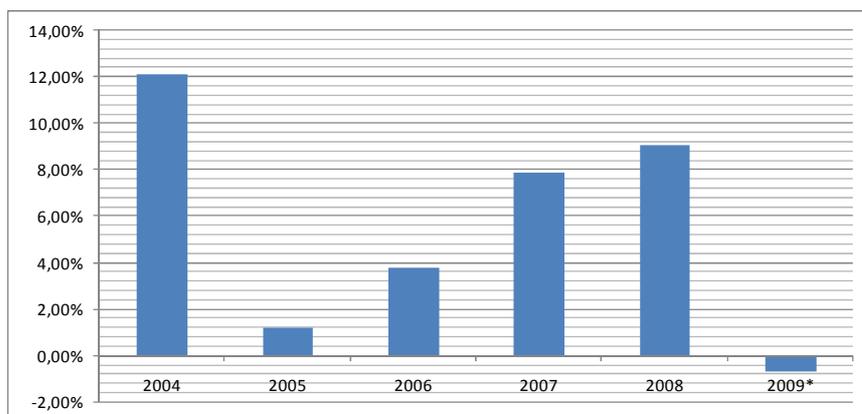


Figura 4 – IGP DI 2004 a 2009

Fonte: Dados FVG. * Expectativas de Mercado do Relatório Gerin/Banco Central.

Mesmo não sendo exigida legalmente atualizações monetárias a partir de 1996, para a análise de balanços faz-se necessário optar por um método de correção que minimize as distorções geradas. A necessidade de informações mais próximas da realidade fez com que o método integral surgisse como uma alternativa em relação ao método convencional, pois traz as Demonstrações Contábeis em moeda de poder aquisitivo constante.

Matarazzo (2007, p. 121) afirma que:

“[...] é imprescindível para uma boa análise que as demonstrações financeiras estejam sob a forma da correção integral, sendo que uma das vantagens do método de correção integral é que [...] as receitas, custos e despesas operacionais, bem como as receitas e despesas financeiras, passarão a expressar valores próximos à realidade.”

Para Ludícibus (1998, p. 92), caso as contas não estejam corrigidas pelo método integral, a inflação em muito irá afetar a significância da análise horizontal. O Autor afirma que uma das principais características do método integral é que ele apresenta, em todos os elementos das Demonstrações Financeiras, os valores ajustados ao mesmo poder aquisitivo, atualiza os saldos de estoques e também determina o ajuste a valor presente das contas contábeis.

O método integral é considerado mais adequado para análises do que o método convencional, pois naquele não ocorreu a distorção gerada em um índice extremamente importante, como o cálculo da margem de lucro bruto, pois na correção convencional se atualiza apenas as vendas e, conseqüentemente, quanto maior o índice de inflação, maior será a receita. E, em contrapartida, o custo dos

produtos vendidos é calculado a preço de aquisição. O mesmo ocorre com o cálculo do lucro e da margem operacional, pois a correção dos efeitos inflacionários ocorre após o lucro operacional, distorcendo os dados para análise. Estas distorções impossibilitam as análises das taxas de rentabilidade, principalmente por gerar informações imprecisas no giro do ativo e no retorno do ativo.

Dentre vários índices existentes os mais utilizados são o IGP, o IGP-M, o IGP-DI, o IGP-10, o INPC, e o IPCA. O IGP, IGP-M, IGP-10 e o IGP-DI são apurados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Já o INPC e o IPCA são apurados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em função do tipo de atividade predominante de cada empresa, deve-se escolher o índice mais apropriado para efetuar a atualização monetária de suas Demonstrações Financeiras, pois existe uma grande variação entre os valores dos diversos índices, em virtude da diferente metodologia de cálculo e também em relação aos itens pesquisados.

O INPC é calculado pelo IBGE e mede a variação dos preços de bens e serviços consumidos por famílias de renda entre 1 e 8 salários mínimos. A coleta é feita nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, de Porto Alegre, de Belo Horizonte, de Recife, de São Paulo, de Belém, de Fortaleza, de Salvador e de Curitiba, no Distrito Federal e no município de Goiânia. Devido à abrangência de sua faixa salarial, esse índice é muito utilizado em dissídios salariais.

O Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) é calculado nas mesmas regiões que o INPC, porém mede a variação do preço bens e serviços para famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos. O IPCA foi escolhido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) como referência para os sistemas de metas para inflação, instaurado em junho de 1999, portanto sob a ótica da política monetária, esse é o índice mais importante.

O IGP é um índice composto ponderado, que registra a inflação de preços, desde matérias-primas agrícolas e industriais, até bens e serviços. Ele é ponderado por ser composto pelos índices IPA (Índice de Preços por Atacado), IPC (Índice de Preços ao Consumidor) e o INCC (Índice Nacional de Custos da Construção), com ponderações de 60%, 30% e 10%, respectivamente.

Apresentam-se três variações do IGP, o IGP-DI (Disponibilidade Interna), o IGP-10 e o IGP-M. O que faz a distinção entre eles é apenas o período de coleta das informações. Para a versão do IGP-M são feitas três apurações mensais: duas

prévias e uma de fechamento do índice. Para as outras duas versões é feita apenas uma apuração mensal.

No ano de 1989, em decorrência das constantes mudanças ocorridas nos indicadores da correção monetária e da inflação oficial, um grupo de entidades de classe do setor financeiro, liderado pela Confederação Nacional das Instituições Financeiras celebrou contrato de prestação de serviços com a FGV, com o objetivo de criar um índice que fosse de absoluta credibilidade e que não estivesse sob intervenções do Governo. Dessa forma surgiu o IGP-M, índice que é a base do IGP-DI, utilizado neste trabalho.

A escolha do IGP-DI para a correção das Demonstrações Contábeis deste trabalho foi realizada, de acordo com Assaf Neto (2003, p. 59), ao afirmar que o IGP-DI é um dos mais requisitados indicadores da taxa de inflação do país, exercendo influência sobre os níveis gerais de reajustes de preços da economia e variação cambial. O segundo motivo é por seu período de coleta estar plenamente de acordo com as datas das Demonstrações Contábeis, ou seja, do primeiro a último dia de cada mês.

5.3.2 Análise Vertical e Horizontal

Para Assaf Neto (2007, p. 115) as duas principais características de análise de uma empresa são a comparação dos valores obtidos em determinado período com aqueles levantados em períodos anteriores. Além deste enfoque, o Autor acrescenta que a simples análise de uma das contas contábeis representa pouco para o analista. Por isso, faz-se necessário comparar as diferentes contas, para dar um enfoque mais dinâmico e elucidativo à posição estática das Demonstrações Contábeis.

Matarazzo (2007, p. 243) defende que é com as análises horizontal e vertical que podem se verificar os detalhes das Demonstrações Contábeis, que geralmente escapam à análise genérica através de índices. Para o Autor a análise de balanços deve partir do geral para o particular. Dessa forma, inicia-se a análise com os índices e em seguida se aplica a análise vertical/horizontal. Ele ainda recomenda a utilização destas duas técnicas conjuntamente, de maneira que as conclusões

verificadas na análise vertical sejam complementadas pela análise horizontal. Por exemplo, o disponível pode ter crescido em valores absolutos, mas sua participação percentual sobre o ativo circulante ou total pode ter diminuído por causa do aumento do giro e das dimensões da empresa.

De acordo com Silva (2004, p. 226) a análise vertical e horizontal deve ser entendida como parte das ferramentas do analista, e não como instrumentos únicos. Na maioria das vezes será este método que irá esclarecer fatores que afetaram o desempenho e a saúde financeira de uma empresa, indicam a necessidade do analista buscar outras fontes de informações que possam explicar a mudança na tendência dos números, isto é, em vez de oferecer respostas, ajuda a levantar questões.

Para Droms e Procianoy (2002, p. 106), o importante nas análises vertical e horizontal está no fato de poder se compreender a estrutura interna da empresa, bem como na alocação dos recursos financeiros na empresa. Faz-se importante analisar a distribuição dos recursos entre os ativos circulantes e permanentes, bem como a relação entre os ativos correspondentes ao capital de giro – principalmente entre giro de caixa, estoques e contas a receber. No que se refere ao Passivo e Patrimônio Líquido, a atenção deve voltar-se a proporção entre as dívidas de curto e longo prazo e do capital próprio. Em relação ao Demonstrativo de Resultados do Exercício, a análise deve focar-se na relação entre as vendas e os itens de custos e despesas, e como isto impacta no resultado da empresa, bem como sua evolução ao longo dos períodos.

5.3.2.1 Análise horizontal

Para Assaf Neto (2007, p. 115) a análise horizontal: ...“é a comparação que se faz entre os valores de uma mesma conta ou grupo de contas, em diferentes exercícios sociais.” É um processo de análise temporal, desenvolvido por meio de números-índices. Por número-índice entende-se a relação entre um valor em determinada data e seu valor obtido na data-base. Com a análise horizontal permite-se uma análise de tendência passada e futura de cada conta contábil.

Para Ludícibus (1998, p. 90) a finalidade principal da análise horizontal é apontar o crescimento de itens das Demonstrações Contábeis, a fim de caracterizar tendências. Ou seja, ela busca identificar as contas que tiveram as maiores oscilações no período de análise.

Ao se analisar as Demonstrações Contábeis de vários exercícios, a análise horizontal pode ser utilizada de duas maneiras: análise com base móvel ou com base fixa. Na análise com base móvel consideram-se as variações em relação ao ano anterior. Já na análise com base fixa o cálculo das variações é feito em relação a um único ano-base.

Gitman (2004, p. 44) menciona que a análise de séries temporais avalia o desempenho com o passar do tempo. Segundo ele, a comparação entre o atual desempenho e o passado, fazendo-se utilização dos índices, permite ao analista avaliar o progresso alcançado pela empresa, pois pode-se inferir o surgimento de tendências ao comparar o desempenho de vários anos. Ross (2000 p. 93) complementa alegando que a tendência verificada é apenas um indício, que merece ser mais bem investigado pelo analista.

Assaf Neto (2007, p. 120) sugere a verificação de alguns pontos específicos para a compreensão da evolução da empresa em análise. O primeiro deles é a evolução dos ativos (investimentos) e passivos (financiamentos) de curto prazo, pois ao se comparar estas contas, pode-se avaliar a liquidez de curto prazo, caso os ativos circulantes tenham crescido mais rapidamente que os passivos circulantes, ou no caso inverso, caso tenha ocorrido uma diminuição na liquidez de curto prazo.

O segundo é verificar a evolução do ativo permanente produtivo. Esta conta acaba por refletir a capacidade instalada de produção/vendas de uma empresa, correspondendo a um aumento no nível de investimentos em bens fixos produtivos para um determinado desempenho de vendas.

O terceiro é analisar a evolução da estrutura de capital. Nesta etapa, objetiva-se avaliar como a empresa está financiando seus investimentos em ativos. Se ela está optando por capital de terceiros ou por capital próprio, se é perceptível algum desequilíbrio na estrutura de capital, principalmente quando da ocorrência de um volume maior de dívidas a curto prazo em relação a capitais de longo prazo. Também é importante analisar, via Demonstração de Resultados do Exercício, a evolução de custos e despesas em relação ao volume de vendas, e seus reflexos sobre os resultados do exercício.

Os questionamentos levantados durante o processo de Análise Horizontal remetem o analista a investigar, de modo mais profundo, a causa de determinados problemas, os quais serão objeto da análise vertical. Isto por que nem sempre os maiores percentuais de aumento ou de redução são os mais significativos. Em resumo, pode-se afirmar que os resultados da análise horizontal são pouco conclusivos, justamente por não levarem em consideração a situação relativa do valor dentro do grupo a que pertence.

5.3.2.2 Análise vertical

A análise vertical das Demonstrações Contábeis demonstra a participação em termos percentuais de cada rubrica de determinada demonstração em relação a um totalizador, por exemplo, da conta fornecedores em relação ao total do Passivo. Já na Demonstração do Resultado do Exercício, cada grupo, subgrupo e conta apresentada na sua composição terão um percentual que representará a razão entre o valor do item e a Receita Operacional Líquida.

De acordo com Ludícibus (1998, p. 93) a análise vertical é importante para avaliar a estrutura de composição de itens e sua evolução no tempo.

Segundo Assaf Neto (2007, p. 123) a análise vertical é considerada um processo comparativo, expresso em porcentagem, que se aplica ao se analisar uma conta ou grupo de contas com um valor ou relacionável, identificado no mesmo demonstrativo. Assim, pode-se apurar facilmente a participação relativa de cada item contábil, seja no Ativo, Passivo ou DRE, e também sua evolução no tempo.

Matarazzo (2007, p. 243) complementa, afirmando que o percentual identificado em cada conta que irá mostrar qual é a real importância no conjunto. O conceito de Santos, Schmidt e Martins (2006, p. 108) aproxima-se ao de Matarazzo ao afirmar que a análise vertical permite ao analista identificar quais são os itens mais significativos na composição de cada Demonstração Contábil.

A aplicação prática da análise vertical nos ativos contribui na identificação das estratégias de investimentos e também auxilia na determinação de padrões de atuação para empresas de mesmos setores de atividade. Quando relacionada aos passivos, elucida a composição das fontes de financiamento da empresa e, da

mesma forma, pode ser comparada a padrões para empresas de um mesmo segmento. Na Demonstração do Resultado do Exercício aplica-se ao utilizar como base as receitas, buscando evidenciar as margens da empresa e a participação dos custos e das despesas.

Para Silva (2004, p. 230) a análise vertical pode ser utilizada ao se verificar a representatividade de um item em relação ao todo, ao observar o seu comportamento histórico e também em relação a dados externos, como valores de empresas de porte semelhante ou do próprio setor de atuação.

Os questionamentos levantados durante o processo de análise vertical consequentemente leva o analista a buscar os conhecimentos de outra ferramenta, que busca relacionar as diferentes contas do Ativo, Passivo e Demonstrações de Resultado do Exercício, através dos indicadores financeiros.

5.3.3 Indicadores Financeiros

Os indicadores financeiro-econômicos procuram relacionar elementos afins das Demonstrações Contábeis e extrair, da melhor forma possível, não apenas conclusões da situação da empresa, mas também a verificação de tendências, a comparação com padrões setoriais, e, é claro, o surgimento de novos questionamentos que devem ser aprofundados pelo analista.

Segundo Padoveze e Benedicto (2004, p. 89):

“Os indicadores econômicos financeiros são dados (índices, números relativos) que permitem, além de mensurar e verificar as inter-relações básicas das operações, criar conceitos complementares para identificação das operações da empresa e de sua movimentação financeira.”

De acordo com Ludícibus (1998, p. 98) “A técnica da análise financeira por quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da Contabilidade, pois é muito mais indicado comparar o ativo circulante com o passivo circulante do que cada uma das contas individualmente.”

Para Santos, Schmidt e Martins (2006, p. 116) a análise por índices refere-se à relação existente entre os grupos, subgrupos e contas pertencentes às

Demonstrações Contábeis e que estas possam contribuir para a avaliação da empresa.

Devido ao grande número de índices, não se recomenda a utilização de um número excessivo de índices, mas apenas dos pertinentes e necessários para o auxílio dos propósitos do analista. O mais importante não é a quantidade dos índices, mas sim estabelecer um conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa, de acordo com o grau de profundidade desejada de cada análise.

Helfert (2000, p. 78) alerta o analista de que, antes de iniciar qualquer atividade, é necessário definir:

- a) o ponto de vista adotado;
- b) os objetivos da análise; e
- c) os padrões potenciais de comparação.

Ao se analisar índices, algumas considerações devem ser ponderadas, dentre elas o fato de que o indicador, por si só possui muitas limitações. Faz-se necessário utilizá-lo em conjunto com as análises vertical e horizontal. Outra abordagem muito utilizada é a comparação dos indicadores da empresa com os padrões de seu setor, principalmente para verificar seu desempenho perante a concorrência. Entretanto, esta abordagem setorial não foi utilizada neste trabalho por não ser o foco do presente estudo.

Droms e Procianoy (2002, p. 99) alertam que grandes oscilações, tanto no ambiente econômico quanto na empresa, como aquisição ou fusão, podem inviabilizar a comparação entre diversos períodos. Entretanto, a aquisição e incorporação do jornal A Notícia é o marco que baliza a análise do atual trabalho. O objetivo, neste caso, foi justamente avaliar o impacto do investimento nas Demonstrações Financeiras do jornal Zero Hora.

Em relação às limitações, Helfert (2000, p. 78) afirma que:

“Nenhuma tentativa para avaliar o desempenho empresarial pode fornecer respostas conclusivas. Qualquer entendimento obtido será relativo, porque o negócio e as condições operacionais variam muito de empresa para empresa e de setor para setor.”

Conclui-se, portanto, que não existem valores universalmente corretos e que a análise não irá nos dar respostas certas sobre a situação econômica e financeira da empresa. Outro aspecto é que os cálculos dos índices apenas devem ser realizados após a padronização e a reclassificação das Demonstrações Contábeis.

A seguir foram estudados os principais índices econômico-financeiros considerados importantes para a análise do estudo em questão, bem como o cálculo do EBITDA e do NOPAT.

5.3.4 Índices de Liquidez

Os índices desse grupo evidenciam a base da saúde financeira da empresa a partir do confronto dos Ativos Circulantes com as Dívidas e procuram medir o quão sólida é a base financeira da empresa.

Segundo Padoveze & Benedicto (2004 p. 131) a palavra liquidez representa, em finanças, a disponibilidade em moeda corrente para fazer pagamentos, ou seja, liquidar significa extinguir a obrigação. Portanto, o principal objetivo dos índices de liquidez é apresentar a relação existente entre os ativos e passivos de curto e longo prazo, criando indicativos sobre a viabilidade da empresa converter seus ativos em dinheiro.

De acordo com Gitman (2004, p. 46) a liquidez de uma empresa é medida por sua capacidade de cumprir as obrigações de curto prazo à medida que vencem. Assim, um índice de liquidez baixo ou em tendências declinantes, é um indício comum de dificuldades financeiras e, inclusive, falência, principalmente por este tipo de índice demonstrar problemas de caixa.

Para Assaf Neto (2007, p. 189) os indicadores de liquidez demonstram a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros. Matarazzo (2007, p. 164) complementa afirmando que os indicadores de liquidez procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa.

A análise da liquidez é importante porque as empresas enfrentam riscos significativos em suas operações, tanto do seu setor de atuação, como do mercado como um todo. Os índices de liquidez são, geralmente, usados pelas empresas para

análise e concessão de crédito, pois não se pode avaliar apenas o montante de obrigações que a empresa possui, mas principalmente se ela terá capacidade de pagar o empréstimo no prazo contratado. Por isso, a análise de liquidez é focada tanto no curto prazo quanto em suas necessidades de solvência de longo prazo.

5.3.4.1 Índice de liquidez seca

O índice de liquidez seca avalia a capacidade financeira de curto prazo da empresa, excluindo os estoques do Ativo Circulante. Ele representa o quanto a empresa possui do ativo líquido para cada real de Passivo Circulante, tendo em vista que o estoque de uma empresa não pode ser muito facilmente convertido em dinheiro. Sua fórmula é dada por:

$$\text{Índice de Liquidez Seca} = \frac{\text{AC} - \text{Estoques}}{\text{PC}}$$

Indica: quanto a empresa possui no Ativo Circulante, descontando os estoques, para cada R\$ 1,00 de Passivo Circulante.

Segundo Gitman (2004, p. 46) a comum baixa liquidez dos estoques, geralmente verificada em indústrias, resulta tanto da grande dificuldade em vendê-los por ter uma finalidade muito específica ou por estarem parcialmente acabados, bem como do fato de eles serem vendidos a prazo, representando que ele irá constar como contas a receber, antes de ser convertido em caixa. Percebe-se que pelo fato de o estoque ser o item menos líquido do ativo circulante, é válido analisar a liquidez descontando este valor.

Assaf Neto (2007, p. 194) complementa, alegando que os estoques podem estar obsoletos ou serem de baixíssima rotação. Dessa forma, a liquidez seca define a capacidade de pagamento à curto prazo da empresa, sem considerar as existências de materiais e de produtos, preocupando-se mais com os circulantes de maior rotação.

Sobre a importância, Padoveze e Benedicto (2004, p. 134) salientam que a análise deste índice deve levar em consideração o tipo de empresa, pois empresas

comerciais tendem a ter estoques com um giro maior do que as indústrias. Acresce-se a este conceito, a verificação do setor no qual a empresa atua, tendo em vista que, em alguns casos, faz-se necessário altos investimentos em estoques.

Para Helfert (2000, p. 102) o conceito-chave deste índice é testar a capacidade de pagar os passivos circulantes no caso de uma crise real, na suposição de que os estoques não teriam nenhum valor.

Outra maneira de avaliar a capacidade de pagamentos da empresa é acrescentando os valores dos estoques. Ao efetuar este cálculo, o analista obtém o valor do índice de liquidez corrente, que foi abordado no próximo item.

5.3.4.2 Índice de liquidez corrente

O índice de liquidez corrente avalia a capacidade financeira de curto prazo da empresa. Este índice relaciona todos os ativos realizáveis no curto prazo, com todos os passivos que deverão ser pagos no curto prazo.

Contabilmente, este indicador compara o que a empresa possui de dinheiro, bens e direitos de curto prazo, representado por disponibilidades, valores a receber à curto prazo, estoques e certas despesas pagas antecipadamente, em relação às obrigações do mesmo período, principalmente. A fórmula é dada por:

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{AC}}{\text{PC}}$$

Indica: quanto a empresa possui no Ativo Circulante para cada R\$ 1,00 no Passivo Circulante.

Geralmente, quanto mais alto o valor do índice de liquidez corrente, mais a empresa é considerada líquida, pois, sob o ponto de vista dos credores, quanto maior a proporção de ativos circulantes sobre os passivos circulantes, mais garantia se tem sobre os direitos a receber. Porém, um índice demasiadamente alto poderia indicar um gerenciamento pouco eficiente, tendo como resultado caixa inativo, níveis

de estoques que se tornam excessivos quando comparados às necessidades atuais e gestão de crédito precária.

Para Matarazzo (2007, p. 172) o índice de liquidez corrente informa, simplesmente, que há recursos no Ativo Circulante que são ou não superiores às dívidas junto a terceiros. O ideal é que as entradas em caixa sejam equivalentes às saídas, cabendo a administração financeira gerenciar, cotidianamente, este fluxo ao ajustar os prazos de pagamento e recebimento, bem como na contratação de novos empréstimos.

Segundo Gitman (2004, p. 46), não existe um número considerado ideal para todas as empresas, mas pode-se estabelecer um parâmetro de acordo com o setor de atuação. Esta idéia é reforçada se for considerado o fato de uma empresa estar com o índice de liquidez corrente abaixo de 1,00 e, logo após a publicação das Demonstrações Contábeis, realizar uma quantidade alta de vendas que venha melhorar consideravelmente sua capacidade de pagamento, sendo também, verdadeiro o inverso.

Mesmo sabendo que é impossível vender todos os estoques e receber todos os direitos de curto prazo, pode-se dizer que índices acima de 1,00 são considerados bons, pois significa que a empresa teria condições de saldar seus compromissos, tendo em vista a necessidade de transformar todos seus ativos em dinheiro.

Para ter uma visão geral sobre a capacidade de pagamento da empresa tanto a curto, quanto a longo prazo, faz-se necessário avaliar a relação entre os valores recebíveis e as obrigações da empresa, independente do prazo de realização.

5.3.4.3 Índice de liquidez geral

O índice de liquidez geral serve para detectar a saúde financeira do negócio, revelando sua capacidade de saldar todos seus compromissos. Contabilmente, ele relaciona o somatório das contas do ativo circulante e do ativo realizável a longo prazo em relação ao somatório do passivo circulante e do passivo exigível a longo prazo. Sua fórmula é dada por:

$$\text{Índice de Liquidez Geral} = \frac{\text{AC} + \text{ARLP}}{\text{PE}}$$

Indica: quanto a empresa possui no somatório do Ativo Circulante e do Ativo Realizável a Longo Prazo para cada R\$ 1,00 de dívida total.

De acordo com Silva (2004, p. 309), este item é de grande importância ao se analisar altos investimentos, pois altera substancialmente a liquidez da empresa ao aumentar a proporção do imobilizado perante o Ativo Circulante e o Ativo Realizável a Longo Prazo.

Por relacionar contas de curto e longo prazo, este índice é considerado limitado por muitos autores. A primeira limitação é que ele pressupõe que os ativos se converterão em dinheiro instantaneamente pelos seus valores contábeis, e não de mercado. Em segundo lugar, existe o fato de que, nas contas de longo prazo, estão lançamentos que podem ter vencimentos de dois, cinco, dez ou mais anos, ou seja, se compara valores que possuem datas de realização completamente diferentes.

Para complementar estas limitações, o analista deve utilizar os índices de liquidez corrente e seca, possibilitando assim uma avaliação mais completa sobre a capacidade de pagamento da empresa.

O analista também deve relacionar as informações sobre a liquidez da empresa com os dados obtidos pelo cálculo da estrutura de capitais da empresa, a fim de verificar como um tipo de índice interfere no outro.

5.3.5 Índices de Estrutura de Capitais

A utilização de dívidas na estrutura de capitais de uma empresa é representada pelo seu grau de endividamento. Quanto mais dívidas, maior o endividamento, mas deste endividamento pode ser benéfico para a empresa, caso ela consiga aumentar suas vendas e transformar os recursos em geração de caixa.

Nesse sentido, os índices de endividamento indicam o volume de dinheiro de terceiros usado para gerar lucros. O estudo destes índices fez-se importante principalmente porque indicam a relação de dependência da empresa com relação a este capital.

Segundo Gitman (2004, p. 49), quanto mais capital de terceiros é usado, em relação aos ativos totais, maior a alavancagem financeira, ou seja, amplia-se o risco e também a necessidade de retorno, sendo que esta é introduzida justamente pelo uso de financiamento. Nesse sentido, a alavancagem financeira envolve a substituição do capital próprio por dívida a longo prazo e, como essa dívida traz despesas financeiras fixas, decorre que a alavancagem financeira aumenta a variabilidade do retorno dos proprietários.

Ludícibus (1998, p. 104) aborda o fato de que cada empreendimento possui uma estrutura otimizante de formação de recursos e, portanto, não existem regras fixas a respeito do grau de endividamento. O importante é que se faça a análise das taxas de juros, dos riscos em comparação ao retorno que tais recursos possibilitem, e destes comparados com custos alternativos de captação de capital de risco.

Percebe-se que a tomada de decisão sobre a estrutura de capital é muito importante para a definição do custo de capital da empresa, mas decisões acabam por elevar a exigência de retornos para poder cobrir este elevado custo, diminuindo a rentabilidade.

Dessa forma, para iniciar a análise do impacto gerado pelo endividamento de uma empresa, no próximo item, foi evidenciado como se deve estabelecer a proporção de capitais de terceiros em relação aos capitais próprios, ou seja, o índice de Participação de Capitais de Terceiros.

5.3.5.1 Participação de capitais de terceiros

De acordo com Matarazzo (2007, p. 154), o índice de Participação de Capitais de Terceiros relaciona as duas grandes origens de recursos da empresa, ou seja, capitais próprios e de terceiros. Este índice também informa o grau de dependência da empresa perante o capital de terceiros, pois, quanto maior a relação entre capital

de terceiros sobre o Patrimônio Líquido, menor a liberdade de decisões financeiras da empresa. A fórmula é dada por:

$$\text{Participação de Capitais de Terceiros} = \frac{\text{PC} + \text{PELP}}{\text{PL}} \times 100\%$$

Indica: quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada R\$ 1,00 de capital próprio investido.

Segundo Padoveze e Benedicto (2004, p. 140) o conceito básico que orienta esse indicador é verificar qual é a possibilidade de que, no futuro, em uma condição teórica de descontinuidade das operações, a empresa tenha condições de garantir todas as suas dívidas com os recursos próprios.

É importante lembrar que, sob o ponto de vista econômico, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, desde que a remuneração paga a estes capitais seja menor do que o lucro obtido com a sua aplicação nas operações.

Deve-se também levar em consideração a capacidade da empresa em gerar resultados para amortizar suas dívidas, o que significa que uma empresa, mesmo tendo um alto índice de endividamento, pode apresentar um risco menor do que outra menos endividada.

Segundo Silva (2004, p. 294) será conveniente para a empresa o uso de capitais de terceiros quando o lucro gerado pelos ativos for superior ao custo da dívida. Desse modo, a empresa usa recursos de terceiros pagando um valor menor a estes do que os ganhos gerados com a utilização de seus ativos.

Neste sentido, Padoveze e Benedicto (2004, p. 140) afirmam que a participação de capitais de terceiros será benéfica para a empresa, desde que não determine uma situação de liquidez insustentável durante determinado período.

O analista não deve estudar estes índices isoladamente, sendo necessário buscar as causas que interferem no comportamento da empresa, principalmente em relação aos prazos de vencimento das dívidas a longo prazo, a participação de dívida onerosas no Passivo Circulante, bem como o tipo e a origem dos empréstimos.

Iudícibus (1998, p. 104) alerta que grande parte das empresas que vão a falência apresenta, durante um período relativamente longo, altos quocientes de Capitais de Terceiros/Capitais Próprios. O que reforça esta teoria é que qualquer oscilação brusca na conjuntura econômica ou no setor de atuação da empresa que reduza seu nível de atividade pode fazer com que ela não tenha condições de curto prazo para cobrir os custos financeiros do endividamento. Para isto fez-se necessário o conhecimento da proporção das obrigações da empresa a curto e a longo prazo, ou seja, da composição do endividamento, que foi abordado no próximo item.

5.3.5.2 Composição do endividamento

O índice de composição do endividamento mostra as características do endividamento da empresa, quanto ao vencimento das obrigações. Sua fórmula é dada por:

$$\text{Composição do Endividamento} = \frac{\text{PC}}{\text{PE}} \times 100\%$$

Indica: Para cada R\$ 1,00 da dívida total da empresa, quanto deverá ser pago a curto prazo.

Para a ideal avaliação deste índice, Silva (2004, p. 297) recomenda o conhecimento da estrutura geral da empresa, em relação à participação do capital de terceiros, da capacidade de geração de recursos e também das condições de renovação de dívida de curto prazo junto aos credores.

De acordo com Assaf Neto (2007, p. 42), geralmente, o custo de uma operação de financiamento a longo prazo é maior que a curto prazo, principalmente em função dos maiores riscos envolvidos. O principal deles é que quanto maior o prazo, menor a capacidade de previsão de recebimento do capital emprestado. Um segundo motivo é que, a longo prazo, o risco de flutuações do próprio custo do

capital não estar sendo remunerado a taxas condizentes às praticadas pelo mercado. Estes motivos acabam encarecendo o custo final da operação, e isso tem consequência direta nos resultados da empresa.

Porém, Ludícibus (1998, p. 104) recomenda que, uma empresa em franca expansão deve financiá-la, em grande parte, com endividamento a longo prazo, de forma que, à medida que ela ganhe capacidade operacional adicional com a entrada em funcionamento de novos equipamentos e outros recursos de produção, tenha condições de começar a amortizar suas dívidas.

5.3.5.3 Índice de endividamento geral

De acordo com Gitman (2004, p. 50), o índice de endividamento geral mede a proporção dos ativos totais financiados pelos credores da empresa. Quanto mais alto o valor desse índice, maior o volume relativo de capital de outros investidores usado para gerar lucros na empresa. A fórmula é dada por:

$$\text{Índice de Endividamento Geral} = \frac{\text{PE}}{\text{AT}} \times 100\%$$

Indica: quanto a empresa possui de dívida para cada R\$ 1,00 de Ativo Total.

Para Silva (2004, p. 295) os índices de endividamento devem ser cuidadosamente analisados, pois apesar de muitas vezes o endividamento de uma empresa estar crescendo ao longo do tempo, a rentabilidade pode da mesma forma ter acréscimo no período, por isso ambos índices devem ser analisados conjuntamente. O Autor orienta a análise dos prazos de vencimento das dívidas de longo prazo, e também a verificação da composição da dívida, ou seja, o quanto destas obrigações está no Passivo Circulante.

O mais importante do que o simples quociente é a sua evolução no passar do tempo e seus efeitos sobre a rentabilidade da empresa, pois surgirá o momento a partir do qual, pela grandeza dos custos financeiros, o endividamento adicional não será mais desejável, tendo em vista que inclusive os emprestadores do dinheiro

perceberão aumentar o seu risco de aplicação de capital, aumentando, portanto, a taxa de juros.

Percebe-se que este índice deixa transparecer o grau de alavancagem financeira da empresa, pois denota o grau de risco e retorno introduzido pelo uso de capitais de terceiros.

Neste sentido, Helfert (2000, p. 102) afirma que o uso bem-sucedido dos passivos aumenta os ganhos dos proprietários da empresa, porque o retorno obtido sobre esses capitais – depois dos juros pagos – pertence aos proprietários e, assim, aumentará o retorno sobre o Patrimônio Líquido. Porém, sob o ponto de vista dos credores, quando os lucros não excedem ou não se igualam ao custo dos juros, os juros fixos e os compromissos com o principal devem mesmo assim ser pagos. Os proprietários devem honrar esses direitos, que podem depois afetar severamente o valor do seu patrimônio líquido. Os efeitos positivos e negativos da alavancagem financeira aumentam com a proporção do endividamento do negócio. Com uma alavancagem maior, cresce a exposição ao risco dos fornecedores da dívida, como também a exposição dos proprietários ao risco.

Higgins (2007, p. 53) alega que o desafio da alavancagem financeira é atingir um equilíbrio prudente entre os benefícios e os custos do endividamento. De maneira geral, empresas com fluxos de caixa operacionais altamente previsíveis e estáveis podem assumir com segurança uma alavancagem financeira maior do que empresas sujeitas a um alto grau de incerteza em seus mercados.

5.3.5.4 Imobilização do patrimônio líquido

O índice de imobilização do Patrimônio Líquido indica quanto do patrimônio líquido da empresa está aplicado no Ativo Permanente.

$$\text{Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{AP}}{\text{PL}} \times 100\%$$

Indica: quanto a empresa aplicou no Ativo Permanente para cada R\$ 1,00 de Patrimônio Líquido.

De acordo com Padoveze e Benedicto (2004, p. 139), quanto maior a aplicação de recursos no Ativo Permanente, maiores serão os custos fixos da empresa, contribuindo para elevar o ponto crítico da condição financeira da empresa.

Matarazzo (2007, p. 158) complementa afirmando que quanto mais recursos a empresa investir no Ativo Permanente, menos recursos próprios serão investidos no Ativo Circulante e, conseqüentemente, maior será a dependência do capital de terceiros para financiá-lo.

Em situações onde o índice é superior a 100%, denota-se que o Ativo Circulante é totalmente financiado por capital de terceiros, os quais financiam ainda uma parte do Ativo Permanente.

Dessa forma, a empresa denota grande dependência do capital de terceiros, tanto para o financiamento do seu giro comercial quanto para o financiamento de uma parte do seu parque industrial.

Silva (2004, p. 205) sugere que se avalie conjuntamente a imobilização do Patrimônio Líquido, a oscilação do próprio Patrimônio Líquido, ou seja, se gerou lucros, prejuízos, aportes de capital, cisões, fusões e incorporações. A participação de cada um dos blocos (Investimento, Imobilizado, Intangível e Diferido) no Ativo Permanente. O Diferido, geralmente, é intangível e sem liquidez, podendo contribuir para a geração de receitas futuras.

Se expressivo, deve ser bem analisado no momento da padronização das Demonstrações Contábeis. Também deve ser levado em consideração a idade dos equipamentos, bem como o seu grau de modernização, pois esta informação pode, muitas vezes, justificar elevados valores em imobilizado.

O próximo item abordou de uma maneira mais aprofundada se ocorre ou não um real comprometimento da saúde financeira da empresa, pois leva em consideração qual é a proporção dos Recursos não Correntes foram investidos no Ativo Permanente.

5.3.5.5 Imobilização dos recursos não correntes

Este índice é apurado pela relação entre o Ativo Permanente e o Passivo Exigível a Longo Prazo somado ao Patrimônio Líquido. Sua fórmula é:

$$\text{Imobilização dos Recursos Não Correntes} = \frac{\text{AP}}{\text{PELP} + \text{PL}} \times 100\%$$

Indica: Para cada R\$ 1,00 quanto de recursos não correntes a empresa aplicou no Ativo Permanente.

O índice identifica o nível de imobilização de recursos de longo prazo da empresa, isto é, o percentual desses recursos que está financiando os ativos permanentes. Deve observar este índice quando ele estiver superior a 100%, pois significa que mesmo a soma do Patrimônio Líquido e o Passivo Exigível a Longo Prazo não foram suficientes para cobrir os investimentos permanentes, sendo necessário então, que o Passivo Circulante complete este financiamento, representando assim, provavelmente um indício de desequilíbrio financeiro.

Segundo Matarazzo (2007, p. 160) como os elementos do Ativo Permanente têm vida útil que pode ser de 2, 5, 10 ou 50 anos, não é necessário financiar todo o Imobilizado com recursos próprios. É perfeitamente possível utilizar recursos de longo prazo, desde que o prazo seja compatível com o de duração do Imobilizado ou então, que o prazo seja suficiente para a empresa gerar recursos capazes de resgatar as dívidas de longo prazo. Por isso, a necessidade de se comparar o Ativo Permanente com os recursos não correntes (Patrimônio Líquido + Exigível a Longo Prazo).

Outro aspecto interessante sobre este índice é que a parcela de recursos não correntes destinada ao Ativo Circulante é denominada Capital Circulante Líquido (CCL). O CCL representa a folga financeira a curto prazo, ou seja, financiamentos de que a empresa dispõe para o seu giro e que não serão cobrados a curto prazo. O primeiro aspecto relevante em relação ao Capital Circulante Líquido é a sua própria existência, pois a empresa deve imobilizar apenas parte dos recursos não correntes, destinando a outra parte – chamada CCL – ao Ativo Circulante. Em segundo lugar, é a composição do CCL. Ele pode ser formado de capital próprio e de Exigível a Longo Prazo. À curto prazo essa composição não afeta a capacidade de pagamento. À longo prazo surgem as diferenças, visto que o capital próprio não precisa ser pago, mas o exigível sim. Portanto, quanto maior a proporção de Capital Circulante Próprio melhor.

A diferença entre ter e não ter Capital Circulante Próprio é: quem tem bom Capital Circulante Próprio goza da tranquilidade de boa saúde financeira a curto prazo e longo prazo (a menos que a empresa sofra sérios prejuízos); quem não tem bom Capital Circulante Próprio precisa, a curto prazo, consertar a situação com financiamentos e, a longo prazo, não pode ter certeza da manutenção da sua saúde financeira.

Os índices da estrutura de capital apresentam a situação das origens do capital e também em relação ao prazo destas obrigações, bem como a sua relação com o Ativo Permanente. Porém foi necessário efetuar a análise dos índices econômicos, para constatar a real geração de resultado, sendo que este é que irá cobrir as obrigações assumidas pela empresa, tanto no curto quanto no longo prazo.

5.3.6 Índices Econômicos

Os índices de rentabilidade pretendem medir o quão eficientemente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações. Estes índices comparam o lucro com as vendas, ao ativo ou ao capital próprio investido pelos proprietários. A mera constatação do lucro ou da margem não fornece muitas informações ao analista, pois, na verdade, eles são apenas o resultado de todas as operações da empresa. Portanto, é necessário analisar como estes resultados foram concebidos, para que seja possível apontar eventuais melhorias e, conseqüentemente, resultados mais satisfatórios.

Para Padoveze e Benedicto (2004, p. 103), a palavra rentabilidade, que vem do conceito de renda, é uma relação do valor do lucro obtido com o valor do investimento realizado. Busca mensurar qual é o retorno obtido após os valores investidos em um negócio ou aplicação. A rentabilidade é a análise conclusiva do sucesso ou não do empreendimento ou investimento.

O valor do lucro de um período é o somatório do lucro obtido em cada venda desse período. Isso posto, fica claro que, para obter a rentabilidade desejada, é necessário alcançar uma margem líquida que atenda a essa rentabilidade. Em outras palavras, o caminho ou meio para alcançar a rentabilidade ou o retorno do investimento é a obtenção de uma margem líquida adequada em cada transação de

venda da empresa. Portanto, quanto maior a margem obtida, maior a possibilidade de alcance da rentabilidade desejada.

5.3.6.1 Giro do ativo

Esse índice mede o volume de vendas da empresa em relação ao capital investido. O volume de vendas tem relação direta com o montante de investimentos. Portanto, não se pode afirmar que uma empresa está vendendo pouco ou muito se for analisado apenas o valor absoluto das vendas. O giro do ativo é calculado por:

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo Total}}$$

Indica: quanto retorna ao caixa da empresa para cada R\$ 1,00 investido no Ativo.

De acordo com Assaf Neto (2007, p. 241) o incremento desta medida de giro é ocasionado pela eficiente utilização dos investimentos da empresa, como a identificação de ativos ociosos e estoques obsoletos e o melhor desempenho das receitas operacionais de vendas. É importante analisar que a natureza dos produtos, bem como o seu segmento e, principalmente, a estratégia competitiva da empresa são fatores determinantes do giro do Ativo.

Por outro lado, Silva (2004, p. 260) alerta para o fato de que, muitas vezes, empresas em fases de expansão, que adquirem Ativos Permanentes durante o período, também introduzem imperfeição no índice, uma vez que esses ativos não foram utilizados no processo produtivo durante todo o período.

Para Ludícibus (1998, p. 108) as empresas devem fazer um grande esforço no sentido de diminuir o investimento em recebíveis, estoques e outros ativos, com a intenção de tornar o Giro do Ativo o mais alto possível. Ele recomenda também a análise do giro individual das contas do ativo, a fim de se identificar qual delas, especificamente, está contribuindo negativamente para o giro lento do Ativo Total.

Padoveze e Benedicto (2004, p. 106) afirmam que quanto mais uma empresa consegue faturar com o mesmo valor de investimento, mais possibilidade ela tem de obter lucros, pois, em cada venda, há a possibilidade de obter uma lucratividade unitária.

5.3.6.2 Margem líquida

O índice revela a margem de lucratividade obtida pela empresa em função do faturamento, isto é, quanto a empresa obteve de lucro líquido para cada real vendido. A interpretação deste índice deve ser direcionada a verificar a margem de lucro da empresa em relação às vendas. A fórmula é dada por:

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100\%$$

Indica: quanto a empresa obtêm de lucro para cada R\$ 1,00 de vendas.

Este índice demonstra a estratégia de preços da empresa e também a sua capacidade de controlar os custos operacionais, e como essa relação impacta no lucro final. Por exemplo, se a empresa tem um índice alto de margem líquida, uma das hipóteses é de que ela não possui muitas despesas em relação às vendas.

De acordo com Helfert (2000, p. 83) a margem líquida indica a capacidade da empresa não apenas ser bem gerida para recuperar o custo da mercadoria ou serviço, as despesas operacionais e o custo dos financiamentos obtidos, mas também de gerar uma margem de compensação razoável aos proprietários por terem colocado seu capital em risco.

Segundo Higgins (2007, p. 45) a margem de lucro elevada, não necessariamente é melhor do que outra mais baixa, pois tudo irá depender do efeito combinado da margem de lucro com o giro do Ativo. Isto ocorre porque empresas que agregam um valor significativo ao produto, podem exigir margens elevadas de lucro. No entanto, para agregar este valor ao produto, normalmente, exige um

grande investimento em ativos, fazendo com que estas empresas tenham tendência a apresentar menores giros do Ativo.

Silva (2004, p. 262) orienta a utilização da análise vertical como principal guia para o analista em relação à margem líquida. Neste sentido, o aumento da margem pode ser o resultado do aumento das vendas ou da redução dos custos de produção. Investimentos em tecnologia, pesquisa e desenvolvimento podem contribuir para a obtenção de produtos de melhor qualidade por preço menor, por exemplo.

O índice entre o lucro e as vendas expressa essencialmente a eficiência do custo/preço global da operação. Porém um índice mais significativo para esse propósito é o índice entre o lucro e a quantia de capital empregado para sua geração.

5.3.6.3 Rentabilidade do ativo

A rentabilidade do ativo (ROA) mostra o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao ativo. Este índice mede a eficácia geral da administração de uma empresa, em termos de geração lucros com os ativos disponíveis.

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

Indica: quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 1,00 de investimento total.

Iudícibus (1998, p. 114) ressalta a importância do detalhamento deste índice, pois ele também pode ser visto como o produto da margem pelo giro da empresa, ou seja, duas empresas podem ter margem e giro diferentes e podem ter a mesma rentabilidade do ativo. O giro, na análise financeira, significa a produtividade do investimento, que é representada pela velocidade com que os ativos são operacionalizados e transformarão os insumos em vendas. Conseqüentemente,

quanto mais uma empresa consegue faturar com o mesmo valor de investimento, mais possibilidade ela tem de obter lucros e rentabilidade.

De acordo com Padoveze e Benedicto (2004, p. 117) a análise deste índice é importante por desvincular o investimento da origem de recursos necessária para financiar esse investimento. Assim, pode-se fazer uma análise comparativa com maior isenção ao longo do tempo, com o desempenho da empresa, do setor ou de concorrentes.

Segundo Higgins (2007, p. 46) o ROA é uma medida básica da eficiência com que a empresa aloca e gerencia seus recursos. Este índice difere do ROE porque mede o lucro como porcentagem dos investimentos tanto dos proprietários, quanto dos credores, em vez de apenas aquele investido pelos proprietários.

É importante verificar se o aumento ou a queda da rentabilidade reside na margem ou no giro. No primeiro caso, deve-se buscar um controle eficiente de despesas e agilização da política de vendas e, no segundo caso, concentrar-se os esforços para evitar a ociosidade de recursos.

5.3.6.4 Retorno sobre o patrimônio líquido

A rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido informa a taxa de rendimento do capital próprio. Sua fórmula é dada por:

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

Indica: quanto a empresa obtêm de lucro para cada R\$ 1,00 de capital próprio investido.

Este índice é fundamental para a análise da rentabilidade, pois expressa os resultados globais auferidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros, em benefício dos acionistas, ou seja, é um indicador da eficiência com que uma empresa emprega os recursos de seus proprietários.

Helfert (2000, p. 92) afirma que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido é o índice mais comum para medir o retorno sobre o investimento dos proprietários. Segundo o autor isto ocorre porque não se faz necessário qualquer ajuste para os juros, pois o lucro líquido disponível para os acionistas já foi corretamente deduzido dos encargos financeiros, pagos aos credores e financiadores.

De acordo com Higgins (2007, p. 45), o resultado do retorno sobre o Patrimônio Líquido é o produto de três fatores: margem de lucro, giro do Ativo e alavancagem financeira. Isto indica que a melhor gerência destes três indicadores irá aumentar ou diminuir o ROE. Assim, a margem de lucro representa o desempenho por cada unidade monetária das vendas. O giro do Ativo resume a maneira como a empresa administra o lado do Ativo de seu Balanço Patrimonial. E a alavancagem financeira resume a administração do lado do Passivo, indicando o montante de capital próprio usado para financiar o Ativo.

Silva (2004, p. 268) acrescenta que este índice acaba por representar o quanto de prêmio os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em relação a seus investimentos no empreendimento. Dessa forma, o lucro é o prêmio do investidor pelo risco de seu negócio. Deve-se ressaltar que, a definição deste Autor não será utilizada para o cálculo do custo próprio.

Matarazzo (2007, p. 181) aconselha que este índice seja comparado com o rendimentos alternativos no mercado, para fins de comparação, como por exemplo CDB's, ações, aluguéis, fundos de investimento, fundos de renda fixa, etc. Com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

Sobre o retorno do capital próprio, Damodaran (1997, p. 107) afirma que, de modo geral, uma empresa que tem bons projetos deve ter um retorno que exceda o seu custo do Patrimônio Líquido.

5.3.6.5 EBITDA

O EBITDA é uma medida de desempenho operacional que considera as receitas operacionais líquidas menos o custo e a despesa operacional, exceto as depreciações e amortizações.

De acordo com Assaf Neto (2008, p. 226) o objetivo da apuração do EBITDA é mensurar a capacidade operacional de geração de lucro/caixa da empresa, adicionando os valores das depreciações e amortizações ao lucro operacional, criando o conceito de lucro operacional bruto. Este valor é um indicativo fundamental para a capacidade de geração bruta de lucros e, conseqüentemente, de caixa.

Reis (2006, p. 206) acrescenta que o EBITDA corresponde a parcela do lucro gerada pela movimentação dos recursos aplicados no Ativo, que efetivamente provocou o ingresso de recursos no caixa da empresa.

Na análise do EBITDA, não se levam em consideração as fontes de financiamento do capital nem os impostos, portanto, sempre fornece uma medida de rentabilidade bruta antes dos impostos.

O cálculo do EBITDA é dado por:

Tabela 1 – Demonstração do EBITDA

ITENS	Valor	%
Receita Líquida		
- <u>Custo das Vendas</u>		
= Lucro Bruto		
- <u>Despesas Operacionais: (Administ. e de Vendas)</u>		
= Lucro antes dos Juros e Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA)		

Fonte: Elaborado pelo autor.

O EBITDA é muito utilizado nas empresas como parâmetro para a remuneração de executivos. Dessa forma, os executivos estão sendo avaliados pela performance operacional, não computando o impacto dos investimentos em imobilizado, pois o valor das depreciações e amortizações foi excluído, nem da estrutura de capitais. Para atividades em que a estrutura das empresas possam ser muito parecidas, o EBITDA fornece também uma medida comparativa de desempenho com a concorrência.

Silva, (2004, p. 222) ressalta que, por não levar em consideração a política de gestão de capital de giro, em especial a necessidade líquida de capital de giro, a concessão de crédito e de prazos a clientes poderão ter impacto expressivo na necessidade líquida de capital de giro e nas perdas com inadimplência, o que acarretará impacto na estrutura de capital e nos resultados sem ser refletido no EBITDA.

Para Damodaran (2004) *apud* Camargos e Barbosa (2009, p. 209) a eficiência operacional de uma empresa determina sua margem operacional e, portanto, seu

lucro operacional. Dessa forma, empresas mais eficientes têm margens operacionais mais elevadas, quando outros fatores permanecem constantes, que empresas menos eficientes, que operam no mesmo setor. Assim, se uma empresa consegue aumentar sua margem operacional sobre os ativos existentes, ela vai gerar valor adicional.

Assaf Neto (2008, p. 226) complementa, alegando que o EBITDA revela, em essência, a genuína capacidade operacional de geração de caixa de uma empresa, ou seja, sua eficiência financeira determinada pelas estratégias adotadas. Quanto maior o índice, mais eficiente se apresenta a formação de caixa proveniente das operações (ativos), e melhor ainda, a capacidade de pagamento aos proprietários de capital e investimentos demonstrada pela empresa.

Porém, não deve ser utilizado isoladamente no processo de análise do investimento, principalmente pelo fato de não representar a saúde financeira da empresa, tendo em vista que as despesas financeiras não são levadas em consideração.

Por abordar o cálculo do EBITDA, este trabalho não contemplou o aprofundamento teórico do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), tendo em vista que os resultados destes cálculos apresentam valores de alta correlação.

A diferença no resultado do EBIT para o resultado do EBITDA é representado pelo valor das Depreciações e Amortizações.

Entretanto, o cálculo do NOPAT contribui tanto para a análise operacional da empresa quanto para o cálculo do EVA. Este conteúdo foi abordado no item a seguir.

5.3.6.6 NOPAT

O NOPAT é o lucro operacional após impostos produzidos pelo capital empregado na empresa, independente de como este capital é utilizado. Ou seja, os ativos de uma empresa geram um lucro operacional, deduzido de impostos, não importando de que forma a empresa está buscando estes financiamentos.

O único fluxo não-caixa que é subtraído do NOPAT é a despesa de depreciação; de fato, a sigla N de net diz respeito ao lucro operacional líquido de

depreciação. Esta é subtraída do NOPAT por ser uma despesa verdadeiramente econômica; os ativos consumidos no negócio devem ser repostos antes dos investidores atingirem um retorno de seus investimentos.

Uma das grandes vantagens do uso do NOPAT no cálculo do retorno sobre o capital, diferentemente do que ocorre com o índice ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), é que ele é completamente imune às mudanças na estrutura de capital, ou seja, na composição entre capital próprio e dívida, que a companhia escolher empregar.

O retorno sobre o capital investido mostrará simplesmente a produtividade do capital total empregado no negócio, não importando a fonte financeira da qual ele provém. O cálculo do NOPAT é dado por:

Tabela 2 – Demonstração do NOPAT

ITENS	Valor	%
Receita Líquida		
- <u>Custo das Vendas</u>		
= Lucro Bruto		
- <u>Despesas: Administrativas e com Vendas</u>		
= EBITDA		
- Depreciações e Amortizações		
- <u>IR/CSLL</u>		
= NOPAT		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como o NOPAT não considera despesas financeiras oriundas de dívidas, assim como qualquer outro custo de financiamento ou as receitas e despesas não operacionais, ele acaba por separar, a performance operacional da financeira.

6. METODOLOGIA

Neste capítulo será descrita a metodologia utilizada para a realização deste trabalho. Nele estão incluídas a classificação do estudo, as técnicas de coleta e de análise dos dados.

Segundo Marconi e Lakatos (2003, p. 83), método é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.

Thiollent (2005, p. 28) complementa que a metodologia pode ser vista como habilidade necessária ao pesquisador para se orientar no processo de investigação, na tomada de decisões oportunas e na seleção de conceitos, hipóteses, técnicas e dados adequados.

O estudo de caso é, portanto, uma investigação que se debruça deliberadamente sobre uma situação específica, que pode ser única ou especial, pelo menos em certos aspectos, procurando descobrir o que há nela de mais essencial e característico e, desse modo, contribuir para a compreensão global de um fenômeno de interesse.

6.1 CLASSIFICAÇÃO DO ESTUDO

A verificação da criação de valor ao acionista do jornal Zero Hora com a aquisição e incorporação do jornal A Notícia é apresentado como objeto de estudo para a aplicação de teorias relacionadas à administração financeira. Nesse contexto, foram utilizados conceitos voltados para a avaliação do investimento, principalmente no que se refere à análise de indicadores econômico-financeiros da empresa e ao cálculo do valor econômico agregado.

Para a realização do presente trabalho foi adotada a metodologia do estudo de caso. De acordo com Yin (2001, p. 32) o estudo de caso é uma estratégia que busca examinar um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real,

especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.

Sobre a caracterização, Gil (2002, p. 72), alega que o estudo de caso é um profundo e exaustivo estudo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado.

Segundo Roesch (1999, p. 197) o estudo de caso permite a investigação de fenômenos em profundidade dentro de seu contexto, sendo, neste caso, a análise das Demonstrações Contábeis, do jornal Zero Hora. Por investigar detalhadamente o tema, o pesquisador é levado a não apenas descrever os fatos ocorridos, mas também à formulação de hipóteses e conclusões. Outro aspecto positivo do estudo de caso está no fato de que seu emprego permite uma análise das ações, bem como suas manifestações dentro das organizações.

6.2 COLETA DOS DADOS

Consoante o que afirma Yin (2001, p. 111), dentre as fontes de evidência mais utilizadas para a coleta de dados estão os registros em arquivos, as entrevistas e a documentação.

Para que o trabalho fosse realizado, o processo de coleta de dados ocorreu de três formas: análise de documentos da empresa, como as Demonstrações Contábeis e os relatórios gerenciais, entrevistas com gestores do jornal Zero Hora e levantamento de informações de mercado, com buscas realizadas na Internet.

Estes dados de mercado foram utilizados para a obtenção do custo de capital próprio, como por exemplo, o beta desalavancado, calculado por Damodaran para o segmento *Newspaper* de empresas dos Estados Unidos. Este beta desalavancado foi, posteriormente, ajustado de acordo com a estrutura de capital do jornal Zero Hora.

Para adaptar o cálculo do custo de capital destes dados ao custo de capital do jornal Zero Hora foi acrescido o prêmio do Risco Brasil, representado pelo valor do EMBI+, referente à data de cada Demonstração Contábil.

Para que o custo de capital atrelado aos dados da economia norte-americana seja convertido à realidade da economia brasileira considerou-se ainda a diferença entre a taxa de inflação dos dois países.

6.2.1 Entrevistas

As entrevistas são consideradas por Yin (2001, p. 116) como fontes essenciais da informação, podendo ser conduzidas de forma espontânea, os entrevistados fornecem ao pesquisador do estudo a percepção e interpretação pessoal sob o assunto, além de contribuir para identificar outras fontes relevantes de evidências. As entrevistas podem contribuir com informações que enfoquem diretamente o tópico do estudo, bem como acrescentar dados que os documentos não fornecem.

De acordo com Gil (2002, p. 117), a entrevista é uma técnica que permite a obtenção de dados que interessam à investigação. Neste caso, as entrevistas contribuíram para recuperar informações importantes, que não constam nas Demonstrações Financeiras, bem como para compreender as estratégias e objetivos da empresa na época da aquisição e incorporação do jornal A Notícia.

6.2.2 Documentos e Registros

Segundo ROESCH (1999, p. 166) a análise de documentos permite o entendimento de situações, bem como possibilita uma visão que parte de dentro da empresa, em contraste com métodos que se propõem a testar hipóteses oriundas de uma visão externa.

As Demonstrações Contábeis foram obtidas através de consulta às edições 22 de maio de 2005, 15 de abril de 2006, 19 de abril de 2007, 19 de abril de 2008 e 20 de abril de 2009, do próprio jornal Zero Hora. A escolha destes cinco exercícios teve como objetivo avaliar de maneira mais ampla os resultados obtidos, considerando o EVA, o EBITDA, o NOPAT e os indicadores econômico-financeiros no período compreendido entre dois anos antes e dois anos após a aquisição do jornal A Notícia, tendo como referência à data de conclusão da compra.

De acordo com Yin (2001, p. 112) a utilização de documentos é aconselhada por conter nomes, referências e detalhes exatos de um evento e também por possuir dados de um longo período de tempo. Neste sentido, os registros em arquivos

também contribuem à análise por serem precisos e quantitativos. A análise de documentos e registros também auxilia o estudo de caso pelo fato de fornecer dados que permitem inúmeras revisões.

6.3 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS

A principal fonte de informação para a elaboração deste trabalho foram as Demonstrações Contábeis dos exercícios sociais de 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008 do jornal Zero Hora. Portanto, num primeiro momento estas demonstrações foram coletadas, bem como ocorreram entrevistas e conversas informais com gerentes e diretores do Jornal. Também foram utilizados relatórios gerenciais fornecidos pela empresa, para auxiliar a análise com informações que não constavam nas Demonstrações Contábeis.

As Demonstrações Contábeis foram digitadas em planilhas eletrônicas do Microsoft Excel. A seguir, estes dados foram deflacionados de acordo com o IGP-DI em relação ao ano-base 2004, para que as análises não fossem distorcidas pelos aumentos nos preços no período verificado. A próxima etapa consistiu em reclassificar e padronizar as contas contábeis, tendo em vista que as Demonstrações Contábeis do exercício social de 2007 tiveram padrões diferentes dos exercícios de 2004, 2005 e 2006.

Após o tratamento dos dados, foi realizado, com o auxílio de ferramentas como funções e fórmulas do Microsoft Excel, o cálculo do valor econômico agregado e dos índices de liquidez, rentabilidade, estrutura de capital, do EBITDA, e do NOPAT. Convém salientar que o Grupo RBS não utiliza o método do CAPM como instrumento para cálculo do WACC, bem como os valores do WACC não são divulgados pela empresa.

A última etapa consistiu em efetuar a análise dos cálculos e gráficos. Nesta etapa também buscou-se a relação entre os índices econômico-financeiros e os cálculos do EBITDA, NOPAT e EVA. O objetivo desta análise foi verificar se ocorreu criação de valor ao acionista do jornal Zero Hora com a aquisição e incorporação do jornal A Notícia, bem como constatar se ocorreram ganhos em sinergia operacional e incrementos de receita.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Estruturas e Análises de Balanços: Um Enfoque econômico-financeiro**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acessado em: 18 out. 2009.

BRASIL. Lei 9.532, de 10 de Dezembro de 1997. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9532.htm. Acessado em: 18 out. 2009.

BREALEY, R. A, MYERS, S. C., ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C. e EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira, teoria e prática**. São Paulo. Atlas. 2001.

CAMARGOS, M. A, BARBOSA, F. V. **Fusões, Aquisições e Takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. Centro de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abril/junho 2003.

CAMARGOS, M. A, BARBOSA, F. V. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais**. RAE, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, abril/junho 2009.

CANO. M. **O Recente Processo de Fusões e Aquisições na Economia Brasileira**. Dissertação de Mestrado em Economia, Instituto de Economia, UNICAMP, 2002.

COPELAND, T., KOLLER, T. MURRIN, J. **Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. Ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Porto Alegre: Bookmann, 2002.

DAMODARAN, A. **A Face Oculta da Avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. Valores Calculados do Beta Segmento *Newspaper dos EUA*. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acessado em: 20 out de 2009.

DROMS, W. G., PROCIANOY, J. L. **Finanças Para Executivos Não-Financeiros**. 4. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2002.

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

FOSTER, N. **The analysis of company documentation**. In: CASSELL, C., SYMON, G. (Eds.). *Qualitative methods in organizational research*. Londres: Sage, 1994.

GIL. A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. São Paulo: Ed. Atlas, 2002.

- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. Ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2004.
- HARDING, D. **Garantindo o sucesso em fusões e aquisições**: quatro decisões-chave para a sua próxima negociação. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- HELFBERT, E. A. **Técnicas de análise financeira**: um guia prático para medir o desempenho dos negócios. 9. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- HIGGINS, R. C. **Análise para Administração Financeira**. 8. Ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Interamericana do Brasil, 2007.
- IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de Balanços**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- KLOECKNER, G. O. **Fusões e Aquisições**: motivos e evidência empírica. Revista de Administração, São Paulo, v. 29, p. 42-58, 1994.
- MARCONI, M. A., LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 2003.
- MATARAZZO, D. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica e gerencial. 6 Ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- NEIVA R. A. **Valor de Mercado da Empresa**: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação. São Paulo: Atlas, 1997.
- PADOVEZE, C. L., BENEDICTO, G. C. **Análise das Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.
- REIS, A. **Demonstrações Contábeis**: estrutura e análise. São Paulo: Ed. Saraiva, 2006
- ROESCH, S. M. A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. 2. Ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.
- ROSS, S. A. **Princípios da Administração Financeira**. 2. Ed. São Paulo: Ed. Atlas, 2000.
- ROSS, S. A, WESTERFIELD, R. W, JORDAN, B. D. **Administração Financeira**. São Paulo: 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- SANTOS A. R. **Metodologia Científica**: a construção do conhecimento. 3. Ed. Rio de Janeiro: DP&A, 2000.
- SANTOS J. L.; SCHMIDT P.; MARTINS M. A. **Fundamentos de análise das demonstrações contábeis**. São Paulo: Editora Atlas, 2006.
- SCHIRMER, L. **RBS: Da Voz-do-Poste à Multimídia**. Porto Alegre: L&PM, 2002.
- SCHMIDT P., SANTOS J. L. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Ed. Atlas, 2002.
- SILVA J. P. **Análise financeira das empresas**. 6. Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2004.
- THIOLLENT, M. **Metodologia da Pesquisa-Ação**. 14. Ed. São Paulo: Cortez, 2005.
- YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 2. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GLOSSÁRIO

Ágio – diferença entre o que vale e o que se paga por determinado bem ou produto. Se essa diferença for positiva existe ágio, se for negativa, deságio.

Alienação – transferência de um bem ou direito para outra pessoa.

Beta – medida de risco do mercado.

CEO – *chief executive officer*, administrador chefe.

Custo de Capital - média ponderada dos custos das fontes de financiamento de uma empresa ou projeto.

Depreciação – redução do valor contábil ou de mercado de um ativo; Parcela de um investimento que pode ser deduzida ao rendimento tributável.

Equivalência Patrimonial - é um método contábil de avaliação de investimentos realizados por uma empresa, chamada investidora, em outra, denominada investida.

Goodwill – diferença entre o montante pago por uma empresa em uma fusão e seu valor contábil.

Market share - a expressão tem como tradução participação no mercado e designa a fatia de mercado detida por uma organização. Sua medida quantifica em porcentagem a quantidade do mercado dominado por uma empresa.

Mobile marketing – é o termo usado para campanhas de marketing para dispositivos móveis, como por exemplo, em telefones celulares.

Treasury Bonds – letra de longo prazo do Governo norte-americano.

Prêmio pelo risco – valor esperado do excesso de retorno de um investimento com risco em relação a outro, sem risco.

S&P 500 - índice agregado da Standard & Poor's que espelha o comportamento de 500 grandes empresas norte-americanas.

Telhado Verde - é uma técnica de arquitetura que consiste na aplicação e uso de vegetação sobre a cobertura de edificações com impermeabilização e drenagem adequadas.