

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: ANÁLISE DE RISCO EFETUADA POR MEIO DE INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS A PARTIR DE DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS

THIAGO PEREIRA BENTO

RESUMO:

As discussões sobre avaliação de desempenho de pessoas, processos ou até mesmo de organizações, tem ganhando força nos últimos tempos, graças aos efeitos da globalização no meio empresarial. Falando especificamente de avaliação de empresas de capital fechado, constitui-se um verdadeiro desafio ao analista, uma vez que grande parte da teoria financeira está construída em termos de capital aberto, ou seja, os modelos financeiros para avaliação levam em conta quase que somente empresas de capital aberto. O objetivo principal deste estudo é encontrar a partir disso, meios adequados para se realizar uma boa avaliação, meios estes, que na maioria das vezes levam muito mais em conta a subjetividade do analista amparada pela teoria existente, quanto à determinação de variáveis como período de projeção, demanda, custo de capital, dentre outros fatores. Constata-se que os modelos de avaliação aqui adotados são complementares uns aos outros, e não excludentes. De maneira geral, o processo de avaliação deve ser composto por um conjunto de métodos, responsáveis por uma avaliação mais completa e com menor chance de imperfeições na determinação final do valor de determinada empresa.

PALAVRAS-CHAVE:

Avaliação de empresas; Indicadores de Desempenho; Análise de Risco.

1 INTRODUÇÃO

Atualmente, assiste-se a evolução do mundo dos negócios, exigindo aperfeiçoamento e maturidade dos profissionais responsáveis pela confecção e interpretação dos dados financeiros das organizações. A maximização do valor para o acionista constitui-se no principal objetivo dos gestores. A realidade turbulenta da economia atual impõe às empresas a necessidade de administração do valor para a sobrevivência sustentada do negócio.

Sob este prisma, o processo de avaliação de empresas desempenha um papel importante como ferramenta de gerenciamento e de análise na tomada de decisões, uma vez que os gestores precisam considerar as possíveis alternativas existentes para agregar valor, como a necessidade de negociá-la, submetê-la a processo de fusão, incorporação ou cisão, ou ainda à necessidade dos gestores saberem quanta riqueza foi gerada para considerar a distribuição de dividendos aos acionistas.

Dentro deste âmbito, o presente artigo visa explorar alguns dos conceitos disponíveis na literatura técnica especializada sobre avaliação de empresas e indicadores econômico-

financeiros, bem como demonstrar ao leitor, sobre como é possível minimizar riscos no processo decisório utilizando-se destas ferramentas.

2 METODOLOGIA

Este artigo é desenvolvido baseado em pesquisas e revisões bibliográficas não contendo quaisquer informações de empresas aqui divulgadas.

3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Primeiramente, será realizado uma revisão da literatura acerca de conceitos concernentes à Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultado do Exercício e Fluxo de Caixa Livre.

A seguir serão apresentados os assuntos que são o objeto de estudo deste artigo. Os indicadores para análise financeira e de risco que retratam os perfis de liquidez, endividamento, estrutura de capital, lucratividade e rentabilidade, ponto de equilíbrio, graus de alavancagem e fator de insolvência (risco de falência).

3.1 DEMONSTRATIVOS FINANCEIRO-CONTÁBEIS

3.1.1 Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial é a demonstração contábil destinada a evidenciar, quantitativa e qualitativamente, numa determinada data, a posição patrimonial e financeira da empresa. É formado por Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido.

3.1.1.1 Ativo

Entende-se como sendo a parte da demonstração que apresenta um grupo de contas representando as disponibilidades financeiras, os direitos e os bens de posse da empresa. É subdividido em Circulante (Disponível em caixa, bancos, estoques, contas a receber), Realizável a Longo Prazo e Permanente (Investimentos, Imobilizado e Diferido).

3.1.1.2 Passivo

Demonstra um conjunto de contas que representa as obrigações de curto e longo prazo da organização.

3.1.1.3 Patrimônio Líquido

Reflete os valores que os sócios têm aplicado na empresa (Capital Social) e resultados acumulados (lucros ou prejuízos).

3.1.2 Demonstração de Resultado do Exercício

A Demonstração do Resultado do Exercício apresenta, de forma resumida, as operações realizadas pela empresa, durante o exercício social, demonstrada de forma a destacar o resultado líquido do período. (Gonçalves, 1996)

A sua principal característica é a forma dedutiva de demonstrar o resultado gerado pela atividade operacional da empresa em determinado período, partindo-se da receita bruta de vendas e serviços, deduzindo-se custos e despesas inerentes à atividade operacional da empresa, os impostos sobre o faturamento e sobre o próprio lucro líquido, acrescentando-se uma parcela proveniente das transações não operacionais da empresa, que podem aumentar ou reduzir o resultado líquido da empresa.

3.1.3 Fluxo de Caixa Livre

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

Segundo DAMONDARAN (1997), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, após os impostos, e que se encontra disponível para os credores e os acionistas. Deve-se calcular o FCL antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

Exemplo de demonstração de cálculos do fluxo de caixa livre:

Tabela 1 – Título da tabela 1:

Receitas Operacionais Líquidas	
(-)	Custo do Produto Vendido e outras Despesas Operacionais
=	EBIT (ou Lucro Operacional)
(+)	Despesas Operacionais que não Afetam o Caixa (Ex. Depreciação)
=	EBITDA
(-)	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro
=	Geração de Caixa Operacional

$$\begin{aligned}
 (+/-) & \text{ Variação nos Investimentos Permanentes e no Capital Circulante Líquido} \\
 = & \text{ Fluxo de Caixa Livre (FCL)}
 \end{aligned}$$

Fonte: Damodaram, 1997.

Para reforçar a importância da geração de fluxo de caixa na empresa, pode-se finalizar com COPELAND, KOLLER e MURRIN (2001, 85),

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

3.2 INDICADORES PARA ANÁLISE FINANCEIRA E DE RISCO

3.2.1 Liquidez e Solvência

Este índice verifica, com base na liquidez de recursos da empresa, a capacidade de honrar os pagamentos de curto prazo (até 180 dias). Para obtenção deste indicador, se estabelece uma relação entre Ativo Circulante e Passivo Circulante.

Dentre os principais, destacam-se:

- a) Liquidez Corrente: que considera, no seu cálculo, o valor total do Ativo Circulante em relação ao Passivo Circulante;

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

- b) Liquidez Seca: deduz do Ativo Circulante, os Estoques, cuja certeza de conversão em dinheiro, em curto prazo, é incerta.

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

- c) Liquidez Geral: relaciona Ativo e Passivo Circulante, levando em consideração, respectivamente, Realizável e Exigível à Longo Prazo.

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

Quanto maior o resultado desses índices, melhor para a empresa. Por exemplo, um quociente de 1,30 significa que o Ativo Circulante da empresa somado excede 30% o valor das suas obrigações refletidas no Passivo Circulante. Em outras palavras, para cada \$100 uni-

dades monetárias de dívida de curto prazo, a empresa dispõe de 130 unidades monetárias de recursos disponíveis.

3.2.2 Estrutura de Endividamento

Esse índice tem por objetivo demonstrar a proporção dos ativos da empresa que são financiados com recursos de terceiros. Ou seja, visa relatar o grau de comprometimento destes ativos em relação a dívida da empresa.

Relacionando o Capital de Terceiros com o total das fontes de financiamento disponíveis, consegue-se visualizar o grau de dependência da empresa com o Capital de Terceiros, conforme demonstra a fórmula abaixo.

$$\text{Relação Capital de Terceiros e Total} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Exigível Total} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

Sobre captar recursos de terceiros, o principal objetivo é de utilizá-los de modo a agregar valor ao negócio, minimizando o comprometimento dos recursos próprios. Relacionando o Capital de Terceiros, diretamente sobre o Capital Próprio, tal proporção pode ser encontrada, na equação:

$$\text{Relação Capital de Terceiros e Próprio} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

As relações dos Exigíveis de Curto e Longo Prazo podem proporcionar ao avaliador, quocientes que retratam a estrutura temporal das dívidas existentes e o seu possível alongamento.

$$\text{Relação entre Exigíveis de CP e LP} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Exigível a Longo Prazo}}$$

3.2.3 Lucratividade

Este indicador mede a capacidade da empresa de gerar lucro sobre as vendas.

$$\text{Lucratividade} = \frac{\text{Lucro}}{\text{Receita}}$$

3.2.4 Rentabilidade

Demonstra a capacidade da empresa em gerar renda para remuneração do investimento, seja dos sócios, terceiros ou dela mesma.

Utilizando-se do Resultado Líquido do exercício e o Ativo Total Médio dos dois últimos exercícios pode-se saber quanto a empresa conseguiu render com o total de seus ativos. Em outras palavras, se o índice por 0,10, significa que para cada \$1 do ativo médio, houve 10% de retorno no período.

a) Retorno sobre os Ativos:

$$\text{Rentabilidade sobre o Ativo Total (ROA)} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

b) Retorno sobre o Investimento:

$$\text{Rentabilidade sobre o Ativo Operacional (ROI)} = \frac{\text{Resultado Operacional Líquido}}{\text{Ativo Operacional Médio}}$$

c) Retorno dos Sócios:

$$\text{Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

3.2.5 Ponto de Equilíbrio

O Ponto de Equilíbrio, segundo Bernardi (1996, p. 159) é o volume calculado em que as receitas totais de uma empresa igualam-se aos custos e despesas totais; portanto o lucro é igual a zero.

A análise deste indicador, também conhecida como análise das relações entre receita, custo, volume e lucro é usada pela empresa para determinar o nível de operações necessárias à cobertura dos custos fixos e variáveis em função da produção.

$$\text{Ponto de Equilíbrio} = \frac{\text{Custo Fixo}}{\text{Preço de Venda} - \text{Custo Variável}}$$

3.2.6 Alavancagem

Alavancagem ocorre quando do uso de ativos ou recursos com um custo fixo, com objetivo de fomentar retorno aos sócios da empresa. As variações neste indicador, geralmente quando espelham elevações na alavancagem, resultam em aumento do risco e retorno; da mesma forma, com as reduções.

Os níveis de alavancagem, na estrutura de capital (capital próprio e capital de terceiros) podem afetar significativamente o valor da empresa, devido às variações no risco e no

retorno, o que exige do administrador financeiro, saber medi-la e acompanhá-la em busca da criação de uma estrutura de capital adequada.

No que diz respeito à demonstração de resultado da empresa, três tipos básicos de alavancagem podem ser considerados conforme será demonstrado a seguir.

3.2.6.1 Alavancagem Operacional

Pode-se definir alavancagem operacional, como sendo o uso potencial de custos fixos operacionais para aumentar os efeitos das mudanças nas vendas sobre os lucros da empresa antes dos juros e do imposto de renda. É determinada pela relação entre as receitas de vendas da empresa e seu lucro antes dos juros e imposto de renda, conforme demonstra a fórmula que segue:

$$\text{Grau de Alavancagem Operacional} = \frac{\text{Variação Percentual LAJIR}}{\text{Variação Percentual Vendas}}$$

3.2.6.2 Alavancagem Financeira

A alavancagem financeira decorre da presença de encargos financeiros fixos no fluxo de lucros da empresa. Podemos definí-la como sendo a capacidade da empresa para usar encargos financeiros fixos a fim de maximizar os efeitos de variações no lucro antes dos juros e imposto de renda sobre os lucros por ação (LPA) da empresa. A equação abaixo serve para medir a alavancagem financeira:

$$\text{Grau de Alavancagem Financeira} = \frac{\text{Variação Percentual no LPA}}{\text{Variação Percentual no LAJIR}}$$

3.2.6.3 Alavancagem Total

Alavancagem Total pode ser definido como o uso potencial de custos fixos (operacionais e financeiros) para aumentar o efeito das variações nas vendas sobre o lucro por ação (LPA). Este efeito combinado no risco da empresa, pode ser considerado como o impacto total dos custos fixos na estrutura operacional e financeira da empresa. A fórmula a seguir, demonstra a forma algébrica para se chegar à alavancagem total:

$$\text{Grau de Alavancagem Total} = \frac{\text{Variação Percentual no LPA}}{\text{Variação Percentual nas Vendas}}$$

3.2.7 Fator de Insolvência de Kanitz

A análise de balanço através de indicadores contábeis é enriquecida pela existência de modelos preditivos, estruturados a partir de uma cesta de informações ponderada de acordo com critérios estatísticos. É o caso dos modelos de previsão de insolvência.

O termômetro de insolvência de Kanitz, utilizado para prever falência das empresas, foi um dos modelos pioneiros no Brasil na década de 70. Trata-se da análise discriminante, uma técnica que permite realizar cálculos de regressão linear com variáveis não numéricas.

Também chamada de Análise do Fator Discriminante, é a técnica estatística desenvolvida a partir de cálculos de regressão linear e ao contrário da regressão linear, permite resolver problemas que contenham não apenas variáveis numéricas, como também variáveis quantitativas, como exemplo a separação de empresas insolventes das solventes.

A Análise de Balanços fez uso da Análise Discriminante para indicar quais índices e pesos devem ser utilizados para que sejam capazes de distinguir as empresas saudáveis daquelas que podem ser consideradas insolventes. (MATARAZZO, 2003)

O Fator de Insolvência de Kanitz foi o primeiro modelo a ser testado em empresas brasileiras, é conhecido também como termômetro de Kanitz e tem percentual de acerto de 80% de classificação correta de empresas solventes e 68% de empresas insolventes.

$$F1 = 0,05x1 + 1,65 X2 + 3,55 X3 - 1,06X4 - 0,33X5$$

Onde:

F1 = Fator de Insolvência = Total de Pontos obtidos

X1 = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

X2 = Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo / Exigível Total

X3 = Ativo Circulante – Estoques / Passivo Circulante

X4 = Ativo Circulante / Patrimônio Líquido

X5 = Exigível Total / Patrimônio Líquido

Após o cálculo, obtém-se um número denominado de Fator de Insolvência que determina a tendência de uma empresa falir ou não. Os valores positivos indicam que a empresa está em uma situação boa ou “solvente”, se for menor do que -3 a empresa se encontra em uma situação ruim ou “insolvente” e que poderá levá-la à falência. O intervalo intermediário, de 0 a -3, chamada de “penumbra” representa uma área em que o fator de insolvência não é suficiente para analisar o estado da empresa, mas inspira cuidados.

Uma empresa que apresenta um fator de insolvência positivo, tem menor possibilidade de vir a falir e essa possibilidade diminuirá à medida que o fator positivo for maior. Ao contrário, quanto menor for o fator negativo maiores serão as chances da empresa encerrar suas atividades.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Avaliar empresas é um assunto complexo, não sendo possível estabelecer uma metodologia única ou um roteiro para a sua execução. Pode-se afirmar que os modelos de avaliação não são alternativos, e sim complementares.

Pode-se afirmar que avaliação de empresas bem como análise de riscos constituem ferramentas de grande importância a serem utilizadas pela administração no processo decisório. A discussão sobre modelos ideais de avaliação de empresas continua despertando o interesse de grande parte dos investidores e acadêmicos.

A teoria existente possibilitou que se contornasse alguns problemas de critérios de dados e fórmulas, pois todo o assunto relacionado a risco/retorno está baseado no mercado de capitais de países desenvolvidos.

Por fim, o presente estudo procurou mostrar que é possível realizar uma avaliação de empresa de capital fechado por ser um assunto muito rico e ainda carecer de muitas pesquisas. Desta forma, não pretendemos esgotar, mas sim suscitar debates em torno do assunto com o objetivo de torná-lo mais prático e consensual.

REFERÊNCIAS

- ASSAF Neto, Alexandre. Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômicos financeiro 6º Edição. São Paulo: Atlas 2001;
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de empresas: valuation. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.
- GITMAN, Lawrence. Princípios da Administração Financeira. 10 ed. Pearson Brasil, 2004.
- GONÇALVES, Eugênio Celso; BAPTISTA, Antônio Eustáquio. Escrituração. In:____. Contabilidade geral. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996. p. 45-84.
- MARION, José Carlos, Contabilidade empresarial. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MATARAZO, Dante Carmine. Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial: São Paulo: 6º Edição Editora Atlas 2003;
- PEREZ JR. José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antonio. Elaboração das demonstrações contábeis. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ABSTRACT

Discussions on evaluation of performance of people, processes or even of organizations have gained strength in recent times due to the effects of globalization on business. Speaking specifically of valuation of companies in capital closed, is a real challenge to the analyst, since all financial theory is built in terms of open capital, ie financial models to take into account assessment quasi-capital firms that only open. The main purpose of this study is to find as necessary, appropriate means to carry out a proper assessment, which means they most often take much more account of the subjectivity of analysts supported by the existing theory, regarding the determination of variables such as the projection period, Demand, cost of capital, among other factors. It appears that the valuation models used here are complementary to each other, not exclusionary. Overall, the process must be composed of a set of methods, responsible for a more complete and less chance of imperfections in the final determination of the value of a particular company.

KEYWORDS

Assessment of enterprises; Performance Indicators; Risk Analysis.