

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bjbfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO
EPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

A RENTABILIDADE
E SEUS MULTIFORMES ASPECTOS

DEDALUS - Acervo - FEA



ORIENTADOR: PROF.DR. HIRONDEL SIMÕES LUDERS
ORIENTANDO: HELIO DE SOUZA SANTOS

Dissertação apresentada junto ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia e Administração da USP para a obtenção do título de Mestre.

SÃO PAULO
1980

SUMMARY

The various aspects of profitability is the theme of this thesis.

We intend to establish more definite ways of calculating the rate of return from the point of view of stockholders and management.

Special emphasis was given to operational performance.

We suggest the inclusion of non monetary parameters.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO

1a. Parte:

O LUCRO	1
---------------	---

2a. Parte:

A RENTABILIDADE	19
-----------------------	----

3a. Parte:

A RENTABILIDADE SOB O ENFOQUE DOS PROPRIETÁRIOS ...	29
---	----

4a. Parte:

A RENTABILIDADE SOB O ENFOQUE DA GESTÃO	62
RETORNO DO ATIVO OPERACIONAL (RO)	73
LUCRO OPERACIONAL	79
RECEITAS OPERACIONAIS	84
DESPESAS OPEFACIONAIS	87
ATIVO OPERACIONAL	92
MARGEM DE LUCRO (ML)	97
GIRO DO ATIVO OPERACIONAL (GAO)	100

5a. Parte:

ANÁLISE DE EMPRESAS; NÃO DE BALANÇOS	103
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	112

<u>CONCLUSÕES</u>	114
-------------------------	-----

<u>BIBLIOGRAFIA</u>	121
---------------------------	-----

INTRODUÇÃO

A Administração Financeira, em sua teoria, aborda basicamente três itens fundamentais:

1. o volume do investimento;
isto é: o ativo

2. a estrutura deste investimento,
ou seja, a distribuição destes
recursos no ativo

- e

3. a estrutura do financiamento que
propiciará a execução do empre

dimento - o passivo em seu sentido lato: interno e externo.

Estes três pontos têm sido estudados em vasta literatura. A administração financeira, hoje, já dispõe de uma bagagem teórica maior que no passado a respeito daqueles pontos fundamentais.

Dos itens citados, o último representa, em nossa opinião, uma das áreas mais controversas da administração - seja pública ou privada.

De onde deverão vir os recursos necessários à viabilização do empreendimento?

- dos proprietários?

ou de

- terceiros?

E mais: qual o volume ideal desses recursos, a fim de que a relação entre ambos não comprometa o objetivo do empreendimento?

A intenção deste trabalho é contribuir para o estabelecimento de parâmetros mais definidos para a obtenção das taxas de rentabilidade, sob o ponto de vista dos proprietários e sob o ponto de vista da administração; isto na perspectiva externa do analista de balanços.

A precariedade dos balanços, aliada ao simplismo com que se apura as taxas, nem sempre encaminha o analista para um diagnóstico correto a respeito do perfil do empreendimento. O estudo da rentabilidade, tanto do ponto de vista do proprietário, como do ponto de vista do administrador, apresenta deficiências. Tais deficiências tornam as taxas obtidas espécies de "meias-verdades", que, em um raciocínio axiomático, nos remete à "meias-mentiras".

Os princípios contábeis, ortodoxamente utilizados, empobrecem o conteúdo dos balanços. Entretanto, no Brasil, esta perspectiva é piorada. Não há quem, especificamente, delibere sobre os princípios contábeis. Nos EUA, isto é cuidado pelo Accounting Principles Board. Os balanços, em diversas empresas, sobretudo nas de pequeno e médio porte, são feitos de forma a simular uma situação acima da real. A técnica de "Window dressing", no Brasil - em passado recente - sofisticou-se a ponto de acabar sendo um desmentido à propalada tese que acusa a área contábil de pouco criativa ...

A nova legislação das sociedades por ações - que não é mais tão nova pois acaba de completar 4 anos - reduziu diversos aspectos deficientes dos relatórios, so bretudo os de origem inflacionária.

A possibilidade de se utilizar a "contabilidade a nível geral de preços" daria ao analista as taxas mais realísticas, que são, comumente, reclamadas.

Os parâmetros básicos da rentabilidade: lu cro e investimento, são abordados em suas diversas nuances. Algumas idiossincrasias contábeis, em relação ao lucro ope racional, foram igualmente abordadas.

Dividimos nosso trabalho em cinco partes.

Na 1^a parte abordamos o lucro como é visto pela contabilidade e discutimos a respeito dos objetivos de uma empresa e das intenções dos indivíduos quando fazem seus investimentos.

Depois, na 2^a parte, falamos da rentabili- dade e a colocamos em sua perspectiva dupla: na visão dos proprietários e na dos administradores, que resulta na 3^a e 4^a parte, respectivamente.

Na 5^a parte, frisamos a necessidade de se introduzir parâmetros não monetários para facilitar a avaliação da gestão. Sugerimos, ainda, a análise destes parâmetros em um caso simples.

Finalmente, gostaríamos de agradecer ao nosso Orientador Professor Doutor Hironde Simões Luders, o incentivo e apoio que sempre nos distinguiu. Agradecemos, também, à Nayã que colocou nossos garranchos em uma forma menos caótica que a usual.

... ..

O LUCRO

Sob o ponto de vista contábil ocorre lucro quando as receitas suplantam as despesas e custos.

Sabemos, contudo, das restrições das técnicas contábeis ao apurar o resultado de um empreendimento. Tais técnicas, muitas das vezes, não se atêm aos conceitos puramente econômicos, o que empobrece o conteúdo do resultado apurado.

O r dito apurado pela contabilidade   uma tentativa de demonstrar o desempenho da empresa em um determinado período. Esse "determinado período", geralmente,   de um ano para efeitos fiscais e legais.

Os proprietários da empresa têm direito ao lucro apurado anualmente. Isso faz com que não se tenha muito interesse em se estudar o resultado em períodos menores.

Os fluxos de receitas e despesas são globalmente assimilados pela contabilidade que não dispõe de mecanismos para individualizar as apurações efetuadas. Entretanto, o lucro ou o prejuízo ocorrido à cada operação pertence aos proprietários.

Assim, os proprietários ao não sacarem seus lucros, ocorridos em cada operação, "reinvestem" na empresa que utiliza aqueles fundos em proveito próprio, isto é, para obter mais lucros.

O rēdito apurado pela contabilidade não considera como parte do custo a remuneração que o capital próprio obteria no mercado financeiro.

Assim, o custo de oportunidade do capital dos proprietários não é, pois, levado em consideração pela contabilidade.

Economicamente, entretanto, esta variável é considerada: do lucro contábil deduz-se a remuneração alternativa que o capital próprio obteria no mercado.

Os analistas de balanços, raramente, na prática, introduzem um lucro "mais econômico" em suas análises.

A somatória do resultado das diversas operações ocorridas no período desencadeia o lucro contábil. Tais operações ocorrem durante um tempo, geralmente, de 12 (doze) meses. Não se leva em conta as datas em que estas operações acontecem, nem tampouco o caráter cumulativo dos resultados obtidos individualmente.

Tal praticidade que, sem dúvida, é conseguida, importa em um simplismo que, entre outras coisas, não considera a taxa de juros do capital próprio.

O conceito de lucro da contabilidade só teria validade, à luz da teoria econômica, se a taxa de juros aludida no parágrafo anterior fosse nula. Ora, todos sabemos, não é isso que ocorre em uma economia de mercado.

Quanto ao aspecto político-filosófico do lucro é extremamente polêmico. Tanto é assim que o mundo a tual é dividido em capitalista e não capitalista em função da visão que se tem do lucro.

Nas economias ditas de mercado o lucro é o motor - a idéia que prevalece e encaminha as atividades hu manas.

Nas economias planificadas rigidamente e al tamente socializadas, o lucro é abolido e tido como inimigo da sociedade. As atividades humanas, nestas circunstâncias, são encaminhadas de forma a "beneficiar o conjunto e não a entidades ou pessoas isoladamente".

Ambos os sistemas apresentam vantagens e deméritos.

Talvez o futuro das atividades humanas esteja em uma perspectiva híbrida onde as características po sitivas de ambos os sistemas prevaleçam e possam ser somadas em benefício de todos.

Apesar de nossas inferências "en passant"

pelo controverso assunto, nesta senda não prosseguiremos , posto que esta não é a intenção deste trabalho.

Comumente afirma-se que o objetivo básico de um empreendimento privado é obter lucro.

A maximização do lucro seria, de acordo com esse conceito, a essência e razão de ser da empresa.

Esta afirmação, contudo, carece de algumas considerações adicionais sobre os objetivos da empresa e do indivíduo.

A empresa, ao gerar bens e/ou serviços, utiliza, para tanto, insumos ou recursos sem os quais o seu produto não seria obtido.

A receita da empresa é o preço obtido na colocação de seu produto no mercado - que em uma economia aberta é fixado pelo equilíbrio da oferta e da procura.

O valor dos insumos utilizados para a obtenção da receita constitui o custo da entidade.

Tanto a produção, como os insumos utilizados pela empresa, são bens econômicos. Vale dizer: têm utilidade e são escassos.

A justificativa para a existência de um empreendimento econômico, em uma economia de mercado, prende-se ao fato da utilidade gerada ser superior à consumida.

O que seria este diferencial de utilidade?

Monetariamente, seria expressado pela diferença entre o preço obtido pela empresa na colocação de seu produto no mercado e o preço pago pelos fatores insumidos no processo de produção.

Este diferencial de utilidade, que acarreta um diferencial de preço, é o lucro em sua expressão mais vulgar.

A teoria econômica da firma tem como alicerce algumas leis nas quais baseia a sua tese. Segundo esta teoria, as firmas têm como meta básica obter a receita líquida máxima. As imperfeições do mercado são elementos complicadores. Entretanto, os postulados básicos da teoria,

tais como: lei da oferta e da procura e lei dos rendimentos decrescentes; com alguns ajustes, permanecem válidos.

Ac falar da "maximização do lucro", quando teoriza sobre preços ou ainda quando diz da "maximização da riqueza", quando aborda a Teoria do Capital, a teoria econômica sugere a idéia de que o homo economicus é "uma máquina de calcular dores e prazeres racional".

É exatamente neste contexto que surge a objeção tradicional à teoria econômica da firma. A corrente que se contrapõe à ela denomina-se teoria behaviorista.

Segundo esta nossa abordagem da firma a teoria econômica utiliza mal os conceitos básicos sobre o comportamento psicológico do indivíduo.

A teoria behaviorista da firma concentra sua atenção aos problemas das pessoas. Para os economistas desta corrente os aspectos humanos e individuais sobrepõem-se às forças impessoais do mercado. O processo de tomada de decisões é algo a ser pesquisado.

O comportamento das pessoas é quem, em úl-

tima instância, justifica o comportamento das firmas. Assim, as decisões empresariais seriam tomadas fundamentandose no comportamento das pessoas.

É evidente que o comportamento das pessoas é crucial para a teoria econômica como um todo. As variáveis não quantificáveis, como o padrão cultural, por exemplo, podem alterar significativamente as atividades de produção e/ou consumo de uma determinada sociedade, independentemente das regras pré-definidas pela abordagem ortodoxa da teoria econômica da firma.

Contudo, modernamente, o objetivo da empresa é tido como o de refletir as intenções de seus proprietários.

Qual a intenção de uma pessoa ao investir em um empreendimento?

Retornando um pouco às teorias da firma: econômica e behaviorista, lembra-nos o Professor Lionel Robbins (1) que o mais provável é que o homem econômico se

(1) ROBBINS, LIONEL - An Essay on the Nature and Significance of Economic Science, Macmillan & Co., London, 1932.

ja uma confusa mistura de diversos impulsos de ordem egoísta, altruísta, ascética ou sensualista.

Dentro deste raciocínio - com o qual concordamos - é muito difícil fixar com exatidão o que o indivíduo pretende ao investir.

Não deve haver, pois, regra geral. Os objetivos são os mais diversos e variam de pessoa para pessoa no decorrer do tempo.

Entretanto, sabe-se que o objetivo da atividade econômica é o consumo. Quem investe, de alguma forma, deve estar interessado, também, em consumir. A curto, a médio ou a longo prazos deve pretender "gastar" todo ou parte desse investimento.

Isto é: quem sacrifica seu consumo atual o faz na expectativa de consumir mais e melhor em uma data futura. O que deve significar este "consumir mais e melhor"?

Esta resposta varia de pessoa para pessoa. Seu conteúdo é eminentemente subjetivo.

- . uma primeira pessoa deseja consumir toda a sua renda à medida que a obtém.
- . uma segunda, consome apenas 80% do que obtém na esperança de que os 20% poupados tenham um potencial de consumo de 25% daqui há um ano.
- . quanto à uma terceira pessoa, prefe re se abster por completo de consumir agora porque crê que é "melhor" dispor de 120% de sua renda presente daqui há um ano.

Este conceito de "melhor" usado por esta terceira pessoa está quantificado em uma taxa de lucro de 20% ao ano.

As decisões financeiras tomadas pelas três pessoas exemplificadas sugere que cada uma delas dá uma utilidade diferente ao seu consumo no decorrer do tempo.

Se cada indivíduo valoriza li diferentemente

te seu consumo no decorrer do tempo, sua intenção ao investir (sacrificar consumo) é maximizar a utilidade de seu consumo no decorrer do tempo.

Por esta tese - que tem bons argumentos lógicos - o que as pessoas querem é gastar livremente seus recursos de forma e na época que melhor lhe apeteçam.

Ora, ainda nesta mesma linha de raciocínio, como poderiam as empresas refletirem as intenções de seus proprietários?

A empresa ao ter como objetivo seu, maximizar o "bem estar econômico" de seus proprietários, teria que maximizar a utilidade do consumo destes no tempo.

Este, em uma versão atual, seria o objetivo dos empreendimentos privados.

Para tanto as empresas devem encetar seus esforços no sentido de valorizar ao máximo suas ações no mercado. Desta forma os acionistas poderiam dispor, quando quizessem, da maior importância em dinheiro que seria possível obter e satisfariam suas necessidades de consumo.

Portanto, a maximização do valor das ações e não a do lucro, é que deveria orientar o esforço da gestão.

Como a empresa deveria atuar para obter sucesso nesta empreitada?

Sabe-se que os eventos que atuam na determinação do valor de uma ação são os mais diversos. Tentar descrevê-los, além de exaustivo, constituiria obra inacabada, posto que são de circunstanciamentos imprevisíveis.

. o valor patrimonial da ação (patrimônio líquido ÷ Nº de ações), representa o valor contábil da ação. Há quem entenda ser este um bom indicador do valor de mercado da ação.

. o potencial de lucro da empresa é um outro fator bastante considerado quando se cogita de explicar o valor de cotação de uma ação.

. os dividendos a serem pagos no futuro -

(em dinheiro ou em ações bonificadas) - também constituem fator de valorização da ação.

Os fatores explicitados afetam isolada, em conjunto ou combinadamente a valorização da ação no mercado. Entretanto todos eles dependem do volume de lucro obtido pelo empreendimento.

Senão vejamos:

- . o valor patrimonial da ação, basicamente, é acrescido em função de lucros retidos.
- . o potencial de lucro que a empresa exibe é auto-explicativo e,
- . os dividendos futuros decorrem de lucros a serem auferidos no futuro.

Assim sendo, a maximização do valor da ação no mercado pode ser o objetivo da empresa em uma aceção moderna. Desta forma, os proprietários, por sua vez,

maximizariam a utilidade de seu consumo no tempo.

De nossa parte, entretanto, fazemos questão de ressaltar que, ao aceitar aquele objetivo, a empresa passa a ter a maximização do lucro não como fim, mas como meio.

Pela nossa dedução, o lucro não foge da perspectiva empresarial; longe disto.

O lucro continua a ser crucial aos empreendimentos privados. E, como será discutido mais adiante, todo o processo de tomada de decisão ocorre, via de regra, em função dele.

Os lucros reinvestidos na empresa representam o melhor tipo de recurso com o qual pode contar o empreendimento para viabilizar suas intenções operacionais.

O autofinanciamento tem a grande vantagem de não trazer a reboque de si juros que reduzem o lucro.

Empréstimos a longo prazo, vez por outra, tem sido a causa de sérios problemas. Mais adiante, quando

falarmos das despesas operacionais, daremos ênfase às despesas com juros que, de uma certa forma (no Brasil) minimizam severamente os lucros; quando tais financiamentos não são precedidos por estudos que assegurem o retorno das aplicações.

Dizer, pura e simplesmente, que a intenção de uma empresa é obter lucro & lucro; é não expressar toda a realidade.

Já frisamos a importância do lucro para a empresa. Entretanto, o objetivo dela não é apenas econômico; isto é: obtenção de um diferencial positivo entre os bens e/ou serviços produzidos e os recursos consumidos, em termos de utilidade.

Temos de considerar, também, as perspectivas de pagamento da empresa. A capacidade de pagamento - a curto e a longo prazos - é uma preocupação permanente.

Podemos assim dizer que o objetivo da empresa é duplo: econômico e financeiro.

O objetivo econômico está vinculado à tese do lucro.

O objetivo financeiro é atingido quando o empreendimento consegue saldar suas obrigações nos prazos pré-estabelecidos.

Tais objetivos são, às vezes, confundidos, posto que depreende-se uma empresa lucrativa há que ter boa situação financeira. O que não é sempre verdadeiro.

Empreendimentos lucrativos, via de regra, trazem à reboque uma boa capacidade de pagamento.

Empresas deficitárias, geralmente, têm problemas financeiros.

O célebre conflito rentabilidade versus liquidez representa um dilema para o administrador financeiro que tem de compatibilizar o objetivo duplo da empresa. Nesta tarefa, às vezes difícil, fica evidenciado que não adianta maximizar receitas operacionais à custa de sacrifícios insuportáveis para a estrutura financeira da empresa.

A boa política de vendas não é apenas a que consegue grandes pedidos, mas aquela que também obtém preços e prazos compatíveis com o perfil financeiro da empresa. A análise do crédito é outro aspecto a não ser per-

dido de vista: a boa venda é também aquela que um dia é recebida ...

Quando o lucro obtido é reinvestido no empreendimento, em benefício do capital circulante líquido, a liquidez é, efetivamente, ampliada.

O quadro dado a seguir ajuda a perceber melhor a relação entre os dois objetivos siameses da empresa: o lucro e a capacidade de pagamento.

Q U A D R O 1

P O S I Ç Õ E S	S I T U A Ç Ã O			
	E C O N Ô M I C A		F I N A N C E I R A	
	B O A	M Ã	B O A	M Ã
1	X			X
2		X	X	
3	X		X	
4		X		X

- . como se observa, pelo esquema acima, a posição 3 é a ideal: boa situação econômica e financeira.
- . a posição 1: bons lucros com má situação financeira - via de regra - tende para a posição 3; que é a ideal.
- . a posição 2: prejuízos, apesar de boa situação financeira, não perdura indefinidamente, tende a posição 4; ou seja: inviabilidade econômica e financeira.

Como vimos o objetivo econômico está associado ao objetivo financeiro; ou melhor: este, geralmente, depende daquele.

Nosso trabalho cuida do primeiro e mais importante objetivo de um empreendimento privado: o econômico; por ser este o motor da atividade humana do modo capitalista de produção.

Poderíamos figurar as intenções globais de uma empresa em um trem. O lucro é a locomotiva, os vagões, que vêm à reboque, são os demais objetivos: financeiro, social, psicológico, político, etc....

A RENTABILIDADE

Duas empresas (Alfa e Beta) ao apurarem, ao fim de um período, lucros idênticos não poderão ser identificadas como igualmente rentáveis.

Acreditamos que com a afirmação feita já vislumbramos a idéia do que vem a ser rentabilidade.

As empresas (Alfa e Beta) só seriam igualmente rentáveis se houvessem aplicado o mesmo volume de capital.

A rentabilidade prende-se, pois, a idéia de confronto entre o que se obteve e o que se aplicou.

A rentabilidade pode ser conceituada como sendo a relação percentual entre o lucro de um determinado período ou negócio e o volume de capital aplicado.

Não há, pois, porque confundir lucro com rentabilidade.

Enquanto o lucro é a remuneração do Capital aplicado pelos proprietários da empresa, a rentabilidade de mede desempenhos.

Segundo o Professor Ezra Solomon "os lucros são um conceito orientado para os proprietários. Referem-se ao volume e à fração da renda nacional que é canalizada para aqueles que fornecem o capital que participa dos empreendimentos empresariais".(2)

"A Rentabilidade é um conceito operacional relacionado com a produção ou criação de novas riquezas".(2)

A rentabilidade tem dois componentes básicos: o lucro e o investimento.

O lucro é, pois, apenas um dos componentes da rentabilidade.

(2) SOLOMON, EZRA - "Teoria da Administração Financeira" - 3a. edição, Zahar Editores, Rio de Janeiro, 1977, p. 34

A rentabilidade engloba um conceito que a valia a capacidade de determinado investimento retornar às mãos do investidor.

O sistema capitalista - onde a idéia do lucro é a que prevalece - induz os investidores a desejarem ter suas aplicações retornadas em um tempo quanto menor possível.

Portanto o tempo é um fator crucial ao se estudar a rentabilidade. Tal crucialidade não é, geralmente, observada pelos analistas.

A taxa de rentabilidade obtida permite o imediato conhecimento do tempo provável a ser despendido para se obter o retorno do investimento feito. Isto considerando o conceito usual de "payback", cujas limitações não cabe agora discutir.

Por outro lado, não se pode afirmar que os dois empreendimentos (Alfa e Beta) têm desempenho operacional iguais pelo fato de possuírem lucros e capitais aplicados idênticos. Tais empreendimentos, apesar de terem igual rentabilidade, não possuem a mesma estrutura de lucro e de investimento.

É que os lucros destas duas empresas, apesar de monetariamente iguais, têm origem diferente.

Para que as duas empresas (Alfa e Beta) sejam operacional e rentabilmente iguais, tanto o volume do investimento, como o resultado auferido têm de ser, além de idênticos, consistentes entre si.

Os componentes da rentabilidade: lucro e investimento podem ser vistos sob ângulos diferentes. É esta diferenciação que coloca o estudo da rentabilidade diante de duas abordagens:

- a do proprietário

e

- a do administrador

Iniciamos, assim, a exposição do que vem a ser rentabilidade em termos mais amplos.

As taxas de rentabilidade refletem o retorno do investimento e devem ser vistas sob diversos ângulos,

de acordo com o interesse do analista.

A rentabilidade, em termos mais amplos, confronta o lucro com o capital investido.

Assim:

$$\text{RENTABILIDADE} = \frac{\text{LUCRO}}{\text{BASE DE CAPITAL}} \times 100$$

Como se vê, tal formulação abrangente, não esclarece os seguintes aspectos:

1) Qual lucro é considerado?

- . lucro líquido;
- . lucro operacional;
- . lucro líquido antes do Imposto de renda;
- . lucro bruto;
- ou ainda
- . "n" tipos de lucro.

2) Qual a base de capital utilizada?

- . o investimento total;
 - . o investimento dos proprietários;
 - . o ativo operacional;
- ou
- . outras parcelas do investimento global

Cabe ressaltar que a utilização dos dois parâmetros básicos dependerá do enfoque a ser dado.

Os proprietários estarão interessados em confrontar o lucro a que têm direito com o investimento que realizaram.

O lucro que interessa aos proprietários, enquanto investidores, é o final, isto é: o lucro já deduzido de tudo quanto não pertence a eles.

Assim, o imposto de renda bem como todas as participações de terceiros nos lucros - como por exemplo: diretores e/ou empregados - são deduzidas.

A base de capital, para os proprietários,

é o patrimônio líquido, que representa a reivindicação destes para com a entidade.

Quem analisar um empreendimento na perspectiva de avaliar a eficiência de seus gestores, por certo, não utilizará os mesmos parâmetros dos acionistas. Se bem que a eficiência da administração deve ser também avaliada em função da capacidade desta em remunerar o capital dos proprietários.

Para que os conceitos a serem expostos, mais adiante, sejam melhor assimilados, necessário se torna quantificarmos as primeiras afirmações feitas.

Damos, para os empreendimentos Alfa e Beta, citados nos parágrafos anteriores, as informações iniciais necessárias para visualizarmos a rentabilidade global:

	<u>A L F A</u>	<u>B E T A</u>
Lucro	50.000	50.000
Investimento	200.000	200.000
Rentabilidade Global	25%	25%

Observamos que as duas empresas são igualmente rentáveis - têm lucro líquido final e investimento bruto idênticos entre si.

A seguir, desdobramos o lucro líquido em operacional e não operacional e fornecemos, também, o patrimônio líquido e ativo operacional.

Q U A D R O 2

	<u>A L F A</u>	<u>B E T A</u>
Lucro Operacional	40.000 *	10.000 *
Lucro Não Operacional	<u>10.000</u>	<u>40.000</u>
Lucro Global	50.000 **	50.000 **
Ativo Operacional	120.000 *	100.000 *
Capital Próprio	100.000 **	150.000 **
Rentabilidade Operacional	33% *	10% *
Rentabilidade do Capital Próprio	50% **	33% **

- (*) A taxa chamada por nós de rentabilidade operacional evidencia o retorno do investimento básico e procura avaliar o desempenho da administração confrontando o lucro das operações com o ativo operacional.

Assim:

$$\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{ATIVO OPERACIONAL}} \times 100$$

- (**) A rentabilidade do capital próprio mede a lucratividade dos proprietários:

$$\frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}} \times 100$$

Quanto às primeiras taxas apresentadas de 25% para Alfa e Beta (rentabilidade global) escamoteiam os desempenhos internos, apesar de exibirem no conjunto, números idênticos.

A verdade é que as empresas Alfa e Beta são operacionalmente bem diferentes apesar de possuírem investimento total e lucro iguais.

Os acionistas destas companhias são remunerados diferentemente, pois a Alfa obtém uma rentabilidade do capital próprio maior.

Tudo indica, também, que a administração da Cia. Alfa vem gerindo melhor os recursos operacionais.

Estas desvantagens da empresa Beta não a deixa em desvantagem no conjunto, em relação a Cia. Alfa.

Entretanto, esta igualdade global observada só deverá ocorrer neste período posto que os 40.000 auferidos, extraordinariamente, representam lucro com a venda de terrenos que não estavam sendo utilizados.

Quem analisar, pois, estes dois empreendimentos, sem atentar para tais detalhes, ocorrerá em sério erro de avaliação.

Com estas exemplificações, bastante simples, feitas preliminarmente, abrimos a exposição dos itens seguintes - que são a análise do lucro na perspectiva do acionista e do administrador; isto é: o retorno do investimento dos proprietários e o desempenho da administração, enquanto responsável pelo atingimento dos objetos sociais, aprioristicamente definidos, quando do estabelecimento do

A RENTABILIDADE SOB O ENFOQUE DOS PROPRIETÁRIOS

Pode parecer estranho falar-se em retorno para os proprietários e retorno sob o ponto de vista da administração, quando se sabe que esta, a rigor, está a serviço dos detentores do capital.

A verdade -, entretanto, é que a propriedade, também, deve preocupar-se com o desempenho operacional a despeito de seu interesse em obter um retorno que permita a maximização da utilidade de seu consumo no tempo.

O esforço da gestão, no sentido de viabilizar um resultado operacional satisfatório, reflete-se no

lucro final. O lucro final, por pertencer aos proprietários, por sua vez, é preocupação da administração.

As pessoas que investem em um negócio querem obter um lucro que as satisfaçam.

A aferição do desempenho do investimento é dado percentualmente assim:

$$\frac{\text{LUCRO OBTIDO}}{\text{INVESTIMENTO FEITO}} \times 100$$

Quando alguém afirma ter ganho 20% em um determinado negócio, sem outros esclarecimentos, está se referindo à rentabilidade enunciada acima. Tal pessoa obtém 20 unidades monetárias para cada 100 unidades aplicadas.

Suponhamos que o negócio efetuado tenha sido a venda de um automóvel por Cr\$ 120.000,00, cujo custo foi de Cr\$ 100.000,00.

O lucro de Cr\$ 20.000,00, confrontado com o investimento original de Cr\$ 100.000,00, dá aquela taxa (20%).

Entretanto, se o investidor considerar que, entre a data da compra e da venda, incorreu-se em uma inflação de 10%, aquela taxa de 20% estará superavaliada.

Vejamos:

Cabe, no caso, uma correção do investimento na ordem de 10%.

Cr\$ 100.000,00 X 1,10 (Fator de Correção)

Como notamos o investimento feito é de Cr\$ 110.000,00, e, conseqüentemente, o lucro auferido é de Cr\$ 10.000,00, apenas.

A taxa real de rentabilidade é de:

$$\frac{10.000}{110.000} \times 100 = 9\%$$

A inflação é um elemento complicador para a apuração da rentabilidade, posto que o investimento feito sofre, obviamente, os efeitos da deterioração do poder aquisitivo da moeda. A legislação vigente (Lei 6.404/76) a tenuou grandemente este problema.

O cálculo da rentabilidade do capital próprio (RCP) apresenta outros problemas para o analista mais criterioso.

Para melhor colocarmos estas inferências, apresentamos a fórmula que preconizamos válida, inicialmente, para se medir a rentabilidade do capital próprio (RCP).

$$RCP = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{CAPITAL PRÓPRIO}} \times 100$$

Em relação aos dois parâmetros utilizados - lucro líquido e patrimônio líquido - cabe algumas observações.

Preliminarmente, para prosseguirmos, é fundamental que se defina a RCP:

Esta taxa mede a remuneração dos recursos, utilizados pela entidade, que pertencem aos proprietários.

A remuneração aludida refere-se a um período de tempo - geralmente um ano.

A remuneração recebida pelos proprietários é expressada por uma taxa que é obtida do confronto do lucro líquido com o patrimônio líquido.

Em relação ao parâmetro lucro, discute-se qual lucro a considerar:

- o final ou o operacional?

- antes ou depois do imposto de renda?

Há quem indique a utilização do lucro operacional sob a alegação de que o lucro final impede a projeção de avaliações futuras; o que é verdade.

Como se sabe, o lucro final engloba resultados não operacionais (positivos ou negativos) que adaltem a tendência da taxa de rentabilidade.

Os resultados não operacionais, além de não refletirem, necessariamente, o esforço da gestão, ocorrem em ritmo diverso dos operacionais. A venda de uma gleba de terreno com um lucro elevado, por exemplo, é um fato isolado que não se repetirá. Um investidor mais afoito, que optar por esta empresa, poderá fazer mal negócio. Entretanto

to, um analista criterioso, localizaria na demonstração das fontes e aplicações de recursos esta transação especial que elevou o lucro bem acima do que deveria ocorrer.

Duas coisas, entretanto, não devem ser perdidas de vista pelos estudiosos de análise de balanços.

1. o resultado operacional deve refletir o desempenho alcançado na tentativa de atingir as intenções sociais, previamente definidas pelos empreendedores do negócio, e tendo em vista que tais intenções, via de regra, são expressadas por vendas, e ainda considerando que o faturamento para se viabilizar utiliza um investimento operacional; percebe-se que o lucro operacional não é um parâmetro perfeitamente confrontável com o patrimônio líquido.

Esclarecendo: lucro operacional - líquido ou não - não é boa base para se medir a rentabilidade do investimento dos proprietários. Há uma razoável inconsistência entre os dois itens.

O lucro auferido nas chamadas operações normais da empresas, é obtido utilizando, quase sempre, recursos maiores que os fornecidos pelos proprietários.

Confrontar o lucro operacional com as vendas (margem de lucro) ou ainda com o ativo operacional (retorno do ativo) é compreensível e de grande serventia para o tecnólogo de empresas que estiver preocupado com a eficiência em termos amplos; e se atentarmos para estas medidas, identificaremos uma lógica irrefutável.

Não seria razoável, por exemplo, confrontar o lucro final com as vendas... Estas devem ser cotejadas com outros parâmetros que tenham consistência com as mesmas.

Apesar da justificativa pela utilização do lucro operacional, ao invés do lucro final - evitar a inclusão dos resultados extraordinários - tal medida poderá ficar pior que o soneto ...

2. O acionista estará, em uma primeira análise, preocupado em "checar" a rentabilidade de seu investimento em função do lucro ao qual tem direito.

Lucro operacional não é um valor a ser pago a alguém; é mera informação sobre como se comportam os setores básicos do negócio.

O acionista, não especulador, e que, de uma certa forma, estiver vinculado com ânimo mais firme à empresa, por certo, vai analisar outros tipos de lucros apresentados. Entretanto, não temos dúvidas em afirmar que o lucro líquido - aquele já deduzido de todas as parcelas não pertencentes aos proprietários - é quem absorverá a principal atenção do acionista. A razão é óbvia: o lucro líquido é aquele a que o proprietário tem direito e representa a remuneração do investimento feito por este.

Como estamos falando da rentabilidade na perspectiva do proprietário, entendemos ser o lucro final - incluindo o resultado operacional e não operacional - o primeiro parâmetro a ser utilizado para a obtenção da RCP.

O lucro a ser considerado deverá ou não estar deduzido do imposto sobre a renda?

Sabe-se que o imposto de renda não guarda perfeita relação com o lucro. Sabe-se ainda que o imposto onera de maneira inconsistente as empresas - isto no tempo e no no espaço.

Além dos setores geográficos incentivados fiscalmente, há algumas atividades - como a exportação - que não são oneradas. Ora, com o decorrer do tempo a política do governo sofre alterações que modifica a tributação o que faz com que os lucros líquidos finais sejam inconsistentes de uma empresa para outra ou, horizontalmente, e se tratando da mesma empresa ao se comparar os diversos resultados sucessivos.

Tendo em vista as diferenças de tratamento do fisco é conveniente não considerar o imposto de renda, quando se tratar de verificar a rentabilidade de diversos empreendimentos diferentes, ou, ainda, quando se cogitar de verificar a tendência de determinado negócio.

Um investidor deve, pois, considerar diversas variáveis ao estudar as possibilidades de retorno de seu capital.

Antes de confrontar o lucro com o investimento, a fim de determinar a rentabilidade, é necessário estudar a "qualidade" do lucro.

Hã três itens básicos a serem observados:

1. - O Lucro líquido final;

2. - O lucro antes do imposto de renda

e

3. - a participação do resultado não opera
cional em relação ao global.

Cada uma dessas variáveis tem um "peso" es
pecífico. Entretanto, o acionista sabe que é o primeiro i-
tem citado o valor a ser recebido, em dinheiro ou em ações
bonificadas.

Apresentamos a seguir três hipóteses, as
quais têm estas três variáveis analisadas:

Q U A D R O 3

LUCRO ANTES IMP. RENDA	IMP. RENDA	LUCRO APÓS IMP. RENDA	
<u>HIPÓTESE I</u>			
	20%		
OPERACIONAL	200	40	160
NÃO OPERACIONAL	100	20	80
SOMAS	300	60	240
(%) NÃO OPERACIONAL	33%		
<u>HIPÓTESE II</u>			
	20%		
OPERACIONAL	300	60	240
(%) NÃO OPERACIONAL	0		
<u>HIPÓTESE III</u>			
	30%		
OPERACIONAL	200	60	140
NÃO OPERACIONAL	200	60	140
SOMAS	400	120	280
(%) NÃO OPERACIONAL	50%		

As duas primeiras hipóteses apresentam lucros finais idênticos (240) e um investidor a distância que de considerá-las iguais. Contudo, observando-as mais atentamente chegamos a conclusão que a segunda hipótese não possui lucros não operacionais.

Como deve ser encarada a dependência de um determinado empreendimento em relação aos lucros cíclos extraordinários? (*)

Estes lucros apresentam dois dados bem interessantes:

1. - Não se repetem na mesma proporção, exercício a exercício.
2. - Absorvem prejuízos operacionais, camuflando, assim, a incapacidade do investimento básico de produzir lucros.

(*) Adiante, em outro capítulo, este assunto será mais amplamente exposto.

A segunda hipótese, portanto, não é igual à primeira, como sugere de imediato. Ela é mais vantajosa que a primeira, que apresenta um terço de seu lucro (30) no setor não operacional.

A terceira hipótese, no conjunto, é superior às demais, pois exhibe um lucro de 280 - 40 a mais que as outras. Entretanto, existe uma grande dependência deste lucro em relação ao setor não operacional. Cerca de 85% do lucro provêm de atividades outras que não a principal (140).

Nos próximos exercícios este nível será mantido? Esta é uma pergunta que um investidor mais firme e duradouro deveria fazer.

Por outro lado, o imposto de renda, no conjunto, onera menos as duas primeiras alternativas (20%). E que estas atuam em um setor incentivado fiscalmente pelo governo. Até quando isto deverá ocorrer? Seria outra pergunta a ser feita.

Se a hipótese III fosse taxada, não a 30%, mas a 20%, como as outras, seu lucro final seria de 320 - (400 menos 80).

Como se observa, vários são os elementos complicadores para se definir a respeito do parâmetro lucro - o primeiro a ser estudado, para melhor entendermos a rentabilidade sob o enfoque do proprietário.

Há um outro aspecto, já considerado, quando se abordou o lucro, que é o do custo de oportunidade do capital do proprietário.

Se os títulos do governo - no Brasil a obrigação reajustável do tesouro nacional (ORTN) - oferecem uma taxa de lucro de 8% ao ano, com risco nulo, os empreendimentos privados têm que ter capacidade de pagar mais. Quanto mais?

Academicamente, diríamos que a perspectiva de risco é proporcional diretamente à taxa de lucro a ser requerida. Contudo, o risco é uma variável, cuja quantificação, é um dos dilemas da administração financeira.

A prática sugere uma regra de bolso que reivindica cinco a seis por cento a mais que a taxa oferecida pelo mercado.

Um proprietário de uma empresa frustrar-se-á ao verificar que o patrimônio líquido (seu investimento no negócio) obteve uma taxa de lucro igual ou pouco acima da do mercado. Seu risco, nesta circunstância, teria sido em vão.

Concluindo, apesar da importância do lucro antes do imposto de renda e do lucro operacional, não se pode perder de vista que o lucro final é o que deverá ser sacado pelo proprietário. Quanto ao custo de oportunidade do capital do proprietário é uma variável a ser considerada. Duas, portanto, são as rentabilidades a serem analisadas:

1. - a rentabilidade contábil
(antes e depois do I.R.)

e

2. - a rentabilidade econômica

Esta última deduz, para o seu cálculo, a taxa de lucro a ser obtida alternativamente no mercado financeiro.

O segundo parâmetro da rentabilidade do capital próprio é, como o nome indica, o capital do proprietário.

No entanto, questiona-se qual patrimônio líquido a ser utilizado:

- o do início

ou

- o do fim do período?

Ambos os métodos apresentam deficiências ; o que faz com que diversos estudiosos, simplificadamente , adotem a média. $(PL\ inicial + PL\ final \div 2)$

Por que o patrimônio líquido apresenta problemas?

É que o lucro auferido no período, a ser analisado, não nasce como em um processo de parto; isto é, de uma vez. O lucro auferido é somado ao patrimônio líquido - pelo menos o que remanescer dele.

O patrimônio líquido do fim do período está em seu bojo, além do próprio lucro do ano, não distribuído, os prováveis aumentos de capital que representam novos investimentos dos proprietários.

Ora, tais recursos - lucro do período mais aumento de capital em dinheiro - representam fontes que impulsionam o próprio lucro; e mais juntamente com o capital próprio do início do período constituem o investimento dos proprietários.

Resta saber qual o raciocínio, ou melhor, qual a lógica, que encaminha as diversas utilizações do capital próprio para efeito do cálculo da RCP.

O analista que utiliza o patrimônio líquido do início do período parte do pressuposto de que o lucro auferido durante o exercício não é um recurso que deva ser considerado como elemento incentivador do lucro do próprio período; o que economicamente não é correto. Este tipo de análise, adotado por analistas com méritos, acredita que o lucro nasce como em um parto: de uma vez. Geralmente, tal parto, ocorre no dia 31 de dezembro à meia-noite...

Entende-se, assim, que o lucro não recebi-

do pelo acionista, durante o período, não é um investimento deste. A legislação comercial e a prática é quem definiram isto, mas a lógica da economia sequer o sugere.

Quando um investidor "deixa" de receber o lucro a que tem direito, à medida em que este ocorre, na realidade, há um investimento, mais precisamente ocorre um reinvestimento.

Em relação ao lucro que nasce, não em 31 de dezembro, mas a cada operação, cada dia e cada mês, caberia uma discussão: o acionista não desembolsa recursos para o empreendimento. Tal discussão, contudo, esgota-se com a tese do reinvestimento.

Pois bem. E em relação às novas parcelas de capital aplicadas, em atendimento às "chamadas de acionistas", feitas pelas empresas? Nestas situações ocorrem desembolso efetivo!

Portanto, utilizar o PL inicial é superavaliar a taxa da RCP voluntariamente.

Quanto àqueles analistas que adotam o patrimônio líquido do período analisado; isto é: o PL final,

entendem que o lucro ocorre no primeiro dia do exercício financeiro. Invertem, pois, o raciocínio dos primeiros, que "acreditam" que o lucro ocorre no último dia do exercício. Em ambos os casos há a idéia do "parto".

Finalmente, há os analistas que encremeiam as duas idéias - a maioria - ao utilizar o patrimônio líquido médio. Estes últimos minimizam as deficiências dos dois outros métodos sem, contudo, ter o mérito da perfeição que como veremos, aqui também, não existe.

Estes entendem que o lucro auferido no período ocorre em um fluxo normal, isto é, os lucros mensais são idênticos no decorrer do tempo - simplistamente falando.

Falar dos três métodos mais usados - existem outros mais trabalhosos que abordaremos - sem exemplos numéricos é impedir uma idéia completa a respeito do investimento feito pelos proprietários.

Imaginemos uma empresa, cujo patrimônio líquido no período "A" é:

capital social	2.000.000
reservas	600.000
lucros suspensos	<u>400.000</u>
	3.000.000

No exercício seguinte, que está sendo analisado, o período "B", temos um lucro de 1.200.000. Durante o período "B" houve um aumento de capital em dinheiro de 600.000 em 1º de outubro.

Se considerarmos o PL inicial teremos:

$$\frac{\text{LUCRO}}{\text{PL de "A"}} \times 100 = \frac{1.200.000}{3.000.000} \times 100$$

$$\text{R C P} = 40\%$$

Vejamos a estrutura do patrimônio líquido em 31 de dezembro do período "B":

capital social	2.600.000
reservas	600.000
lucros suspensos	<u>1.600.000</u>
	4.800.000

Como se observa, não houve distribuição de lucros, apenas acréscimo de capital (2.000.000 + 600.000) e acumulação de lucros (400.000 + 1.200.000), o que resultou um acréscimo de 1.800.000 do período anterior para este.

Se considerarmos o PL final teremos:

$$\frac{\text{L U C R O}}{\text{PL de "B"}} \times 100 = \frac{1.200.000}{4.800.000} \times 100$$

$$\text{R C P} = 25\%$$

Se adotarmos a média

$$\frac{\text{PL inicial} + \text{PL final}}{2}$$

o que a maioria faz, teremos:

$$\frac{\text{L U C R O}}{\frac{\text{PL de "A"} + \text{PL de "B"}}{2}} \times 100 = \frac{1.200.000}{\frac{3.000.000 + 4.800.000}{2}} \times 100$$

$$\frac{1.200.000}{\frac{7.800.000}{2}} \times 100 = \frac{1.200.000}{3.900.000} \times 100$$

$$\text{RCP} = 31\%$$

As três taxas apresentadas (40%, 25% e 31%) são suficientemente diferentes para colocar o usuário, menos informado, em dúvida sobre os critérios utilizados.

Os analistas dos dois primeiros métodos estão vinculados à tese do "parto" do lucro que acontece no último e no primeiro dia do período, respectivamente.

O adotador do patrimônio líquido médio acredita que o lucro e o aumento do capital ocorreram normalmente.

Assim:

- o lucro de 1.200.000 foi obtido mês a mês igualmente

enquanto que

- o acréscimo de capital ocorreu em 30 de junho (meio do ano) e não em 1º de outubro.

Exemplificamos este raciocínio, a fim de chegarmos ao valor do investimento considerado: 3.900.000*

Damos na folha seguinte um quadro que demonstra o critério utilizado pelos analistas que adotam o PL médio.

Q U A D R O 4

MESES	LUCRO	PERMANÊNCIA	LUCRO X TEMPO
JAN	100.000	1 meses	1.100.000
FEV	100.000	10 meses	1.000.000
MAR	100.000	9 meses	900.000
ABR	100.000	8 meses	800.000
MAI	100.000	7 meses	700.000
JUN	100.000	6 meses	600.000
JUL	100.000	5 meses	500.000
AGO	100.000	4 meses	400.000
SET	100.000	3 meses	300.000
OUT	100.000	2 meses	200.000
NOV	100.000	1 mês	100.000
DEZ	<u>100.000</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
SOMAS	<u>1.200.000</u>	-	<u>6.600.000</u>

PL do início do período : 3.000.000

6.600.000 ÷ 11 meses : 600.000

Acréscimo de Capital ÷ 2: 300.000

3.900.000 *

Como observamos, o capital próprio médio, apesar de ser o mais utilizado, apresenta algumas deficiências:

1. - o lucro não tem a linearidade verificada (100.000 por mês),
2. - o acréscimo de capital de 600.000 beneficia a empresa durante 3 meses - (outubro, novembro e dezembro). Usando-se o PL médio o aumento se estende por meio ano!

Observa-se, na prática, que a utilização do patrimônio líquido de início e fim de período é mais realístico que os outros dois métodos, como veremos a seguir.

A fim de dar uma idéia melhor e mais elaborada do patrimônio líquido, efetivamente utilizado pelo empresário, traremos a variável tempo para o cálculo da R C P que, como já afirmamos, é um dado que não é, e nem pode, ser considerado pelos analistas externos.

Utilizaremos, para tanto, o exemplo já utilizado, cujo lucro no período "B" atinge 1.200.000.

Q U A D R O

MESES	LUCRO	PERMANÊNCIA	LUCRO X TEMPO	PL. MÊS
JAN	80.000	11 meses	880.000	3.080.000
FEV	140.000	10 meses	1.400.000	3.220.000
MAR	90.000	9 meses	810.000	3.310.000
ABR	200.000	8 meses	1.600.000	3.510.000
MAI	(100.000)	7 meses	(700.000)	3.410.000
JUN	120.000	6 meses	720.000	3.530.000
JUL	110.000	5 meses	550.000	3.640.000
AGO	105.000	4 meses	420.000	3.745.000
SET	90.000	3 meses	270.000	3.835.000
* OUT	95.000	2 meses	190.000	4.530.000
NOV	180.000	1 mês	180.000	4.710.000
DEZ	<u>90.000</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>4.800.000</u>
SOMAS	<u>1.200.000</u>	-	<u>6.320.000</u>	<u>45.320.000</u>

Informes Esclarecedores

No quadro acima percebemos a evolução do lucro mês a mês.

Não há a linearidade constatada no exemplo anterior, os lucros mensais são "reinvestidos" na empresa à medida que ocorrem.

Há no mês de outubro um aumento de capital da ordem de 600.000*
O patrimônio líquido inicial é de 3.000.000.

O lucro de 1.200.000 mais o acréscimo de capital de 600.000 elevam o patrimônio líquido a 4.800.000 (Vide PL mensal de dezembro).

É inegável que o lucro auferido no período "B", mês a mês, contribuiu para o atingimento dele próprio.

O lucro obtido em janeiro (80.000), ao permanecer, durante o exercício, 11 meses, dá um fator lucro X tempo de 880.000. O lucro de junho (120.000), apesar de maior, tem um tempo de permanência inferior: 6 meses, que resulta em um fator de 720.000.

O fator lucro X tempo somado e depois dividido por 11 meses (o mês de dezembro, para efeito de cál-

culo, é considerado nulo) nos dá o lucro do período efetivamente usado, como recurso pela empresa. Como já explicitamos, este lucro de 1.200.000 não nasceu em janeiro ou em dezembro. Como exemplificamos, ele foi obtido mês a mês e autocontribuiu para a elevação de si mesmo.

QUADRO ALTERNATIVO DO CAPITAL PRÓPRIO

1. - capital do início do período	3.000.000
2. - capital do fim do período	4.800.000
3. - capital médio do período (3.000.000 + 4.800.000 ÷ 2)	3.900.000
4. - capital médio anual (45.320.000 ÷ 12)	3.776.666
5. - capital efetivamente usado (3.000.000 + 150.000 + 526.666)	3.676.666

É importante esclarecermos como obtivemos os parâmetros numerados como 4. e 5.:

O capital médio anual é a média aritmética dos patrimônios líquidos obtidos mês a mês.

O capital efetivamente usado compreende três componentes:

1. - o patrimônio líquido inicial
(3.000.000);

2. - o aumento de capital em dinheiro
ocorrido no período

$$\frac{600.000}{12} \times 3 \text{ meses} = 150.000$$

e

3. - a variável mais importante:

o lucro obtido mês a mês ponderado
pelo tempo

$$(6.320.000 \div 12) = 526.666$$

O capital efetivamente usado acaba sendo a melhor medida do patrimônio líquido pois considera o aumento de capital corretamente (em nosso exemplo 3 meses) e considera o lucro associado ao tempo.

Vejamos, agora, as cinco taxas que poderemos obter com os capitais considerados:

PL do início do período

$$1. \quad \frac{1.200.000}{3.000.000} \times 100 = 40\%$$

PL do fim do período

$$2. \quad \frac{1.200.000}{4.800.000} \times 100 = 25\%$$

PL médio do período

$$3. \quad \frac{1.200.000}{3.900.000} \times 100 = 31\%$$

PL médio anual

$$4. \quad \frac{1.200.000}{3.776.666} \times 100 = 32\%$$

PL efetivamente usado

$$5. \quad \frac{1.200.000}{3.626.666} \times 100 = 33\%$$

Constatamos que os dois primeiros métodos são bem defasados. O primeiro superavalia a taxa (40%), o segundo a subestima (25%).

O terceiro método - o mais utilizado - aproxima-se bem da melhor taxa, a que considera o capital efetivamente usado. Tal sistema tem como vantagem a possibilidade de ser adotado pelo analista externo, o que não ocorre com o quarto e quinto métodos.

Os dois últimos métodos praticamente se igualam e são obtidos internamente.

As cinco rentabilidades apresentadas se modificam em virtude da alteração do denominador. Entretanto o numerador (o lucro) se mantém constante.

O lucro econômico, aquele que deduz do lucro contábil o custo do capital, poderia ser adotado a fim de permitir ao proprietário constatar a "rentabilidade nua" ou seja: aquela que não traz embutido o ganho sem risco que seria conquistado. Tal rentabilidade refletiria a vantagem obtida pelo risco empreendido.

Além da rentabilidade do capital próprio - (R C P) o proprietário se atém a outros parâmetros obtidos pela análise de balanços.

Todos os índices obtidos, que envolvem o lucro líquido e o patrimônio líquido, têm a ver com os proprietários.

Vejamos os mais usados:

ROTAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO - RPL

$$R P L = \frac{VENDAS LÍQUIDAS}{PL \text{ MÉDIO}}$$

Mede o giro do capital próprio em relação às vendas. São dois dados inconsistentes. As vendas se efetivam com a globalidade dos recursos operacionais e não apenas através do capital próprio que, via de regra, é insuficiente.

LUCRO POR AÇÃO - LPA

$$L P A = \frac{LUCRO LÍQUIDO}{N^{\circ} \text{ DE AÇÕES}}$$

É um dado importante, hoje de informação obrigatória. Identifica o lucro unitariamente à base mínima de capital: a ação.

VALOR PATRIMONIAL DA AÇÃO - VPA

$$VPA = \frac{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}{\text{Nº DE AÇÕES}}$$

Outro dado importante, hoje utilizado obrigatoriamente em determinadas situações. Dá o valor contábil da ação. Em condições normais o VPA deveria guardar relação com o preço de mercado da ação, pois traz em seu bojo os lucros retidos.

RELAÇÃO PREÇO / LUCRO - P / L

$$P / L = \frac{\text{PREÇO DA AÇÃO}}{\text{LUCRO POR AÇÃO}}$$

Dá o "payback" do investimento. Entretanto, é bastante limitado, apesar de sua ampla utilização, pois desconsidera o "goodwill" e outros dados dificilmente quantificáveis.

A RENTABILIDADE SOB O ENFOQUE DA GESTÃO

A rentabilidade, para o administrador, não tem a perspectiva de ganho. Para este, o desempenho operacional é o que conta. A produtividade, pois, passa a ser a idéia-chave; não o lucro pura e simplesmente.

É bem verdade que a produtividade alcançada resulta em lucros. Entretanto, esta é o meio e não o fim.

Reparar que o desempenho operacional é algo que transcende ao modo capitalista de produção. Qualquer contexto político-econômico-ideológico reivindica um out-put que minimize os recursos utilizados.

A maior ênfase deste trabalho é dada neste capítulo em virtude da sua importância. Trata-se aqui de medir o resultado de um esforço, inteligentemente desenvolvido, no sentido de obter um diferencial maior, qualitativa e quantitativamente, em relação ao que foi insumido no processo produtivo.

O início deste século até, aproximadamente, o começo da II Guerra Mundial, foi marcado pela industrialização. Uma das marcas desta fase foi a idéia de produtividade que foi definida pela O E C E (Organization Européenne de Cooperation Economique) como o quociente da produção (p) por um dos seus fatores (f). (3)

$$\text{PRODUTIVIDADE} = \frac{P}{f}$$

Os fatores de produção:

- . material (m)
- . trabalho (h)
- e
- . volume de capital (c),

(3) O.E.C.E., Terminologie de la Productivite, Paris, 1950

passaram a ser o denominador do volume produzido (p) quando se pretendia medir a produtividade

. do material $\frac{P}{m}$

(quantidade produzida versus material utilizado)

. do trabalho $\frac{P}{h}$

(quantidade produzida versus nº de hora/homem trabalhadas)

. do capital $\frac{P}{c}$

(quantidade produzida versus capital aplicado)

O administrador profissional passou a ser o articulador destas três variáveis: produtividade do material, produtividade da mão de obra e produtividade dos recursos colocados à disposição do empreendimento.

O acréscimo da produtividade, pelo conceito expedido, ($P = \frac{P}{f}$) ocorre toda vez que a produção (p) cresce, mantendo-se constante o denominador (f) que representa um dos 3 fatores citados.

A II Guerra Mundial acelerou o desenvolvimento da ciência como um todo. A administração não ficou imune a este processo. A pesquisa operacional, o uso do computador e o planejamento a longo prazo vieram para não mais sair. São ferramentas imprescindíveis do administrador científico.

A Escola Behaviorista, por outro lado, desenvolvia-se rapidamente e, como já foi exposto no 2º tópico deste trabalho, colocava o homem, com o seu comportamento, no centro da atividade organizacional.

Uma empresa, sem dúvida, possui um componente psicológico e social que não deve ser perdido de vista, sob o risco de se cair na ineficiência.

Os textos contábeis-financeiros fazem sempre alusão à eficiência. Contudo, não cuidam de conceituar tal idéia. Assim, esta palavra guarda uma conotação de "bom resultado" ou "bom desempenho"... Apenas isto.

"Uma organização é mais eficiente do que outra em função da forma como seus recursos são geridos in

ternamente". (4)

o grifo dado por nós, na inferência enunciada no parágrafo anterior, procura enfatizar o seguinte:

duas organizações deixam de ser idênticas - mesmo possuindo recursos, mercados e condições exatamente iguais - em função da forma ou maneira que são administradas.

Quem quiser avaliar o desempenho de uma gestão, através de análise de balanços, há que tomar especial zêlo ao selecionar as variáveis a serem utilizadas para tal empreitada.

A eficiência da administração, tão citada, vai além do conceito de produtividade ($P = \frac{P}{F}$).

Não se trata agora, apenas, de produzir mais com recursos, proporcionalmente, menores. É que a eficiência abarca parâmetros não quantificáveis.

(4) MARCOVITCH, JACQUES - Contribuição ao Estudo da Eficácia Organizacional - Tese de Doutorado apresentada à FEA/USP, 1972, pág. 35.

"Uma organização é eficaz na medida em que ela atinge seus objetivos sem debilitar seus meios e recursos e sem colocar uma desnecessária tensão nos seus membros". (5)

Georgopoulos e Tannenbaum, autores da afirmação do parágrafo anterior, creem que a organização eficaz, além da produtividade, deve conter a capacidade de se adaptar às alterações provindas de áreas externas e internas, bem como dispor de um ambiente onde a tensão e o conflito não coexistam. É pois, um conceito bem amplo que envolve variáveis heterogêneas.

Em termos concretos, o que um tecnólogo de empresas há que fazer para ser mais eficiente?

O status de sua família, ou a escola onde cursou, ou mesmo o seu comportamento pessoal, poderão até influir, mas, a rigor, não serão responsáveis exclusivos pelo atingimento de uma gestão eficiente.

(5) GEORGOPOULOS, B.S., TANNENBAUM, A.S. - A Study of Organizational Effectiveness, in, American Sociological Review, Vol. 22, 1957.

A análise de balanços é mais voltada para as pessoas de fora: acionistas, financiadores, governo em seus diversos níveis, etc... Tal fato leva a análise convencional a não dar a devida ênfase ao desempenho da gestão que pode ser razoavelmente quantificado. Dá-se mais ênfase à liquidez e a rentabilidade global.

A pergunta deixada sem resposta, parágrafos atrás, não é muito simples.

Se atentarmos para as cadeiras fundamentais de um curso de administração de empresas, verificaremos que todas elas, sem exceção, encaminham-se para a obtenção de um melhor desempenho operacional.

A empresa está situada em um contexto interno e externo. O setor interno é mais facilmente controlável e é identificado nas cercanias da própria entidade, apesar de, muitas vezes, depender do exterior. A cultura da organização recebe estímulos externos - é certo.

O setor externo, por sua vez, sofre injunções que, geralmente, independem de decisões administrativas. Entretanto, a adaptação ao externo é algo a ser feito pela administração, sempre que for possível fazê-lo em condi

A obtenção da eficiência impõe uma estratégia que corta a empresa ao meio:

- . internamente, luta-se para racionalizar os recursos utilizados e pela melhor combinação dos insumos básicos operacionais; como: mão-de-obra e materiais. Procura-se, ainda, operar com despesas estritamente necessárias e minimizar os ativos a serem utilizados.

simultaneamente

esforça-se, externamente, para se obter sucesso no plano de marketing.

Por esta tese, atinge-se o trinômio que refletirá o máximo retorno:

1. - Amplas vendas
com
2. - investimentos mínimos
e com
3. - despesas e custos reduzidos

Resumindo: procura-se, ao mesmo tempo, maximizar receitas de vendas e minimizar os encargos correspondentes; isto sem utilizar excessos de recursos.

Tal política, levada a efeito, traz como recompensa um maior retorno do investimento.

Não é à-toa que a fórmula básica do retorno do investimento é dada pela expressão:

$$\frac{\text{LUCRO}}{\text{VENDAS}} \times \frac{\text{VENDAS}}{\text{INVESTIMENTO}} = 100$$

Eliminando-se o termo "vendas", em ambas as relações, temos:

$$\frac{\text{LUCRO}}{\text{INVESTIMENTO}} = 100$$

Maximizando-se vendas e reduzindo-se custos e despesas, tem-se maiores lucros. Utilizando-se poucos recursos, proporcionalmente, em relação aos lucros obtidos, inevitavelmente, atingir-se-ã grandes retornos. O tecnólogo de empresas que cumprir tais tarefas estará sendo eficiente.

Assim, um maior retorno do investimento, identificado por uma taxa, é uma maneira de se avaliar a eficiência

A preocupação com o setor operacional do empreendimento, em detrimento do lucro sob o ponto de vista do acionista; isto é: a contabilidade dando ênfase à gestão dos recursos colocados à disposição da administração; parece ter em Leon Gomberg (6) um de seus precursores. A tese de Gomberg inspirou ao professor Eugênio Schmalenbach, da Universidade de Colônia, a criação do "Balanço Dinâmico" (7)

A este respeito diz o Professor Doutor Hironde! Simões Luders:

"Schmalenbach em sua obra encara o estudo da gestão, ao qual procurou imprimir um sentido científico, mais em função da sua economicidade do que da sua rentabilidade conforme assinalam todos os que se referem à sua obra". (7) Os grifos são nossos.

(6) GONÇALVES DA SILVA, F.V. - A Contabilidade e os Autores Germânicos - in Revista Paulista de Contabilidade - São Paulo - set/out de 1957 - nº 377.

(7) LUDERS, HIRONDEL SIMÕES - Balanço Completo das Empresas Industriais - Tese de Doutorado apresentada à FEA/USP

Como a análise de balanços pode auxiliar nesta tarefa de avaliar o desempenho da gestão - como já afirmamos antes - é uma das principais intenções deste trabalho.

As medidas a serem utilizadas, para tanto, são:

. retorno do ativo operacional (RO);

. margem de lucro (ML)

e

. giro do ativo operacional (GAO)

RETORNO DO ATIVO OPERACIONAL - (R O)

Sob o ponto de vista gerencial esta é a medida mais importante. pois quantifica, percentualmente, o desempenho da administração. É, pois, uma taxa técnica que compara o lucro obtido nas operações com o investimento feito para aquele fim.

Assim:

$$R O = \frac{L O}{A O} \times 100$$

Sendo:

R O : retorno do ativo operacional

L O : lucro operacional

A O : ativo operacional

Ora, se confrontarmos o lucro obtido nas operações fundamentais do empreendimento, com o investimento responsável por aquele resultado, medimos a capacidade da administração em gerir os recursos colocados à sua disposição.

Em primeiro lugar, nos parece fundamental esclarecer, que a taxa de retorno do investimento operacional não mede percentual de lucro.

A razão é simples: o resultado operacional não é base para distribuição de lucro. Os estatutos não fazem, via de regra, alusão ao lucro operacional. Mesmo quando este está descontado do imposto de renda, como convém, sobretudo, em análises internas.

O RO (retorno do ativo operacional) é, pois,

uma taxa de desempenho da gestão, e não uma taxa de lucro ou rentabilidade.

Na medição do RO o que se quer é verificar a capacidade dos administradores de gerar lucros nas atividades básicas da empresa, sem onerar desvantajosamente o volume dos investimentos.

Fazer crescer o lucro operacional, isoladamente, não é tão difícil, como obter acréscimos nesta área, mantendo o mesmo volume de investimentos.

Ao contrário da taxa de retorno de capital próprio (RCP) que considera apenas parte dos recursos com que conta um empreendimento; o retorno do ativo operacional (RO) leva em consideração a totalidade dos recursos utilizados pela entidade em suas atividades básicas. Não, apenas, os recursos próprios, mas, também, os de terceiros são considerados.

Os capitais de terceiros, apesar de contribuírem para a obtenção do lucro, não participam dele diretamente, ao passo que o patrimônio líquido é onerado ou beneficiado em caso de prejuízo ou lucro. Entretanto, sob o ponto de vista da administração, o que se deseja saber é

se os responsáveis pela totalidade dos recursos - próprios e alheios - usaram-nos adequadamente.

A ociosidade de recursos obstaculiza a produtividade. Em um mundo onde os recursos econômicos são cada vez mais escassos, a preocupação com o volume do ativo operacional ganha dimensões universais.

Tanto nas economias capitalistas, como nos sistemas econômicos centralizados e planejados, o que se almeja é capacitar o volume aplicado no empreendimento a obter o maior resultado possível.

A natureza humana, por ter mais experiência de escassez do que de abundância, faz com que alguns administradores, empiricamente, enquanto pessoas físicas, encaminhem suas empresas para o ideal: "é melhor sobrar do que faltar". Tal visão - que exemplifica bem o perfil do administrador conservador - costuma cometer exageros prejudiciais ao empreendimento que tem seu ativo operacional inflacionado por recursos desnecessários, o que onera a taxa de retorno.

O que dizer de um administrador, cujo investimento operacional, é suficiente para operar duas fá-

Entre outras coisas, este administrador precisará conhecer uma nova regra que não tem a aparente gratuidade da citada anteriormente:

em administração - pública ou privada - tudo deve ser feito e planejado de forma a que não ocorram sobras ou faltas, pois ambas reduzem a capacidade de se obter bons resultados.

As sobras ou excessos provocam custos desnecessários que representam uma capacidade potencial, mas não efetiva em gerar recursos. É o exemplo lamentável de algumas empresas brasileiras, sobretudo cias. médias, que "embelezam" seu ativo técnico, sofisticando o que poderia ser mais simples, quando o mercado e a própria estruturada entidade não sugerem tal tipo de investimento.

Fato semelhante ocorre com os estoques que não são devidamente utilizados. A inexistência de uma política eficaz, em relação ao material operacional, também, o nera o ativo. A empresa média, no Brasil, carece fazer um estudo sobre o seu nível de consumo de materiais. Compra-se, geralmente, "para não faltar estoques", sem a subse- quente preocupação em estabelecer uma relação entre o nível de consumo e o de compra.

Quanto às faltas ou escassez, via de regra, desencadeiam sobre o empreendimento dois tipos de causas:

- os custos de oportunidade que se incorre pela incapacidade de atender a demanda; e, em consequência disso,
- uma demanda reprimida que, além de fortalecer a concorrência, frustra opiniões.

Nada em uma organização deve "sobrar". Nem dinheiro ou mesmo pedidos. O plano anual de lucro considerará todos os eventos de forma a não permitir "inchações" do ativo que são desnecessárias e redutoras do retorno.

Para melhor compreendermos o que mede a taxa de retorno do ativo operacional (RO) é necessário conceituarmos os parâmetros LO (Lucro Operacional) e AO (Ativo Operacional). Tais conceitos são vulgares na literatura contábil-financeira. Entretanto, ambos são, vez por outra, mal interpretados. Outras vezes, não são sequer interpretados, não permitindo ao usuário da informação, uma visão correta do que se está apurando.

LUCRO OPERACIONAL - (LO)

Como o lucro não adjetivado é, contabilmente falando, o excesso das receitas sobre as despesas, é importante esclarecer que o lucro operacional não deve ser assimilado neste contexto.

Nem todas as receitas de um empreendimento advêm de suas operações normais. Da mesma forma, apenas parte dos encargos incorridos está vinculada às operações básicas da empresa.

Ora, dizer que o lucro operacional (LO) é o resultado das atividades normais da empresa, nos parece pouco, dada a importância que tal conceito tem para o analista.

O que deveria ser entendido por operações
normais da empresa?

- . os objetivos sociais descritos em seus estatutos;

ou

- . poderiam as alternativas de ganhos extras, oferecidas pelas peculiaridades do mercado, serem abrangidas?

As receitas oriundas do open-market, são em voga, têm contribuído, em diversas empresas, para o acréscimo substancial do lucro líquido. Tais receitas, em nossa opinião, perdem o seu caráter de extraordinariedade, posto que são obtidas deliberadamente.

A alta administração não utiliza, apenas, dos excessos de caixa para evitar ociosidade de numerário. Entende-se - isto sim - que tais rendimentos, aparentemente gratuitos, são mais vantajosos que aqueles que seriam obtidos em atendimento à consecução dos objetivos sociais e que representam, formal e legalmente, as intenções iniciais da empresa.

Fechando o rol de indagações: como conside
rar as receitas de uma cia., cujo objetivo social é produ-
zir e vender ônibus e caminhões automotivos, se do conjun-
to destas, apenas, 50% do lucro provêm do esforço da empre-
sa em fabricar e vender aqueles veículos?

Há que se compreender que, enquanto cente-
nas de pessoas, a nível administrativo, e milhares de ou-
tras, a nível produtivo, estão envolvidas naquele esforço
que obtêm os 50% do lucro, apenas dezenas de outras, cur-
dam das demais receitas que produzem os 50% restantes do
lucro!

Uma empresa, cientificamente administrada,
não divide ao meio - como na sugestão feita - seu lucro sem
apriorfsticamente definir-se por tal estratégia. É uma de-
cisão; vale dizer: um ato deliberado da alta administração
que considera todas as variáveis que envolvem esta atitud.

As operações paralelas - e não as operações
fabris e comerciais - desta fábrica foram as responsáveis
pela metade do lucro auferido no período. Tal volume dá um
caráter de normalidade a estas operações. Nos parece um
pouco forçado afirmar que estas aplicações do open-market,
por exemplo, são ocasionais, para esta cia., pelo formal no

tivo de seus estatutos não estenderem os objetivos sociais àquelas operações.

Tal abordagem é contextualíssima em nosso país, onde boa parte das empresas têm obtido amplos lucros fora de suas intenções iniciais.

Em condições normais é de se esperar que um curture procure obter suas receitas e lucros utilizando know-how, sua tradição e mesmo sua vocação, preparando e vendendo couros ... Enfatizar os esforços de ganhos nos mercados mobiliário e até imobiliário ou (quem sabe?) no "negócio da soja", nos parece um oportunismo que não é vantajoso para ninguém: são desfavorecidos o mercado, o governo, os empregados e, às vezes, até o empresário, isto a longo prazo.

O Professor Doutor Stephen Charles Kanitz, acredita que a contribuição das receitas extraordinárias... "possa ser um dos primeiros sinais a ser determinado alguns anos antes da falência, tal a sua significância estatística. Este resultado pede inclusive a urgente definição de lucros operacionais e não operacionais e seu correto tratamento nos demonstrativos de lucros e perdas". (8)

(8) KANITZ, STEPHEN CHARLES - Indicadores Contábeis e Fi-

63

A afirmação feita anteriormente refere-se à pesquisa estatística que toma o "Índice de contribuição das receitas extraordinárias" como um dos mais significativos. Dentre 5.000 (cinco mil) empresas analisadas, a amostra principal baseou-se em 42 entidades, sendo 21 insolventes e 21 do grupo-controle. A mediana para o grupo das insolventes foi de 10%, ou seja: todo o lucro foi obtido de receitas extraordinárias, enquanto que as empresas do grupo-controle apresentaram 12% ...

Tal crítica é feita despretenciosamente, posto que a intenção deste trabalho não se concentra nesta faceta da economia do país.

Cogita-se saber o que deve ser considerado lucro operacional. Faz-se necessário, contudo, primeiramente, tecermos alguns comentários sobre as receitas e despesas operacionais de cuja diferença obter-se-á o resultado operacional.

A receita, em seu sentido mais amplo, é a quantificação monetária do conjunto de bens e serviços colocados no mercado pela empresa, em determinado período de tempo, criando um "surplus" simultaneamente no ativo e patrimônio líquido.

Em um primeiro instante, pode-se depreender, equivocadamente, que o conceito acima expandido não contempla as receitas não operacionais, o que não é verdade, posto que o conjunto de bens e serviços estendem-se, em termos mais amplos, a tais receitas.

RECEITAS OPERACIONAIS

A receita operacional refere-se às vendas de bens e serviços que explicitem a finalidade sobre a qual está estruturado o investimento básico da empresa. Não se trata só das chamadas receitas normais, mas há um "amarramento" destas com o investimento básico, que é representado pelo ativo operacional.

Uma cia. de transporte ferroviário investe, basicamente, em locomotivas, trilhos e vagões, obtendo assim, condições de transportar pessoas e cargas; o que resultará sua receita operacional. Tanto o transporte de pessoas, como de cargas, independentemente da participação, no conjunto do faturamento, de cada tipo de receita, estão vinculados àquele investimento básico. Tais serviços de transporte constituem o "produto" e "co-produto" da empresa.

As receitas advindas da venda de óleo die-

caídas como operacionais. O certo é que tais receitas deverão reduzir o custo de vendas de transportes. Este tipo de receita assemelha-se à venda de sucata ou subproduto por uma empresa industrial.

Quando se fala em receita operacional, esta deve ser entendida em termos líquidos, isto é: subtraída das deduções de vendas, que são ajustes da receita operacional bruta. Os impostos faturados, os abatimentos e as devoluções representam diminuições do patrimônio líquido. Logo não seria correto manter tais valores como receita operacional.

Incentivos fiscais, sobretudo aqueles incidentes sobre a exportação, têm sido classificados como receitas operacionais. Funcionam como um valor acrescido às vendas. Para verificarmos a pertinência desta classificação, verificamos, primeiramente, se o preço pago pelo cliente internacional é o contabilizado. O que ocorre não é isto. Há dois valores a serem considerados:

1. Um refere-se ao preço efetivamente acordado;

2. O outro trata-se de um incentivo do

governo, que representa uma política que pode ser alterada de acordo com as conveniências da época.

O componente casuístico é um dado inegável dos incentivos à exportação.

O investimento básico efetuado pela empresa não distingue, em condições normais, a sua produção. Seja para o mercado interno ou para o externo as vendas estão vinculadas ao esforço operacional.

Os eventuais sobrevalores pagos pelo governo, apesar de estarem vinculados as vendas, não caracterizavam completamente aqueles como se fossem receitas operacionais,

Entretanto, a classificação desses incentivos como receita não operacional exige uma diferenciação nítida que assegure ao analista a origem da receita, sobretudo se se tratar de importância relevante.

Quanto aos prêmios pagos pelos importadores, apesar de caracterizarem um sobrevalor, em nossa opinião, merecem um tratamento diferente dos incentivos fiscais à exportação, que não são, nitidamente, receitas operacionais. Tais prêmios são receitas operacionais pelos motivos se-

guintes:

- . estão vinculados às vendas dos produtos,
- . são previstos em contratos de vendas

e

- . representam um esforço operacional da administração.

Estes valores não são casuísticos como os incentivos fiscais. O caso mais comum é a taxa extra paga em dólares para o minério de ferro exportado pelo país.

Quando o teor ferrífero deste minério está acima de determinado nível, paga-se um pouco mais, entretanto tal exame é feito quando o material chega ao seu destino, o que demanda algum tempo.

DESPESAS OPERACIONAIS

Comumente, as despesas operacionais são entendidas como aquelas efetuadas no sentido de obter receitas. Efetivamente, este conceito, apesar de aceito, sugere

que todas as despesas contabilizadas como operacionais - como as administrativas e de vendas, por exemplo - colaboram para a obtenção das receitas operacionais. Isto, de fato, nem sempre ocorre.

O custo das vendas, via de regra, exemplifica bem a despesa operacional, posto que existe um perfeito grau de associação entre as vendas e o custo destas.

Outras despesas, apesar de favorecerem as vendas, não apresentam uma perfeita associação com estas. É o caso da propaganda institucional, por exemplo.

As despesas financeiras, no Brasil, são tradicionalmente, classificadas como operacionais. Em primeiro lugar é necessário conceituarmos tal despesa, já que, comumente, confunde-se o que deve ser abrigado por esta rubrica.

A despesa incorrida, que tenha como causa a falta de capital, é que deve ser considerada financeira. Isto é, o custo dos empréstimos feitos: juros, comissões bancárias, impostos sobre empréstimos, correção monetária e variações cambiais, representam o ônus da empresa por não dispor de recursos próprios ou, dispondo destes, entender como mais vantajoso obter empréstimos e dar alternativas

extra-operacionais ao próprio capital. Temos de convir que, neste caso, o custo do dinheiro emprestado é mais barato que o benefício operacional a ser auferido. Ora, tais operações de empréstimos, assemelham-se mais a atividades de revenda de bens, em que o custo é inferior ao preço de venda. Entretanto, na situação - estranha por sinal - do empreendimento tomar empréstimo para o setor operacional e utilizar recursos próprios em atividades paralelas, o custo financeiro deveria ser parcela subtrativa da receita extraordinária alcançada, e não encargo operacional como propozemos.

Quanto aos empréstimos tomados para o setor não operacional devem ter o seu custo classificado como "despesa financeira não operacional".

O caráter operacional da despesa financeira prende-se a dois pontos cruciais:

1. a falta de capital

e

2. o sentido a que se destina o empréstimo.

A falta de recursos decorre da necessidade de operações da empresa ser maior que a sua capacidade de gerá-los. Partimos, pois, do pressuposto de que o empreendimento dispondo de tais fundos não incorreria em juros para obtê-los emprestados.

O empréstimo há que ser tomado para financiar o capital de giro ou o ativo permanente - entendendo estas áreas como operacionais. Os investimentos permanentes feitos em cias. subsidiárias ou coligadas não são operacionais, conseqüentemente, os empréstimos feitos para aplicações desta ordem, ou mesmo para subsidiar tais cias., não são alocados como despesas financeiras operacionais.

O tratamento diferenciado dado as despesas financeiras decorrentes de empréstimos que financiam o capital de giro, daquelas referentes aos financiamentos do ativo técnico, nos parece carecer de base teórica. Ambos os empréstimos representam falta de capital e foram feitos para atingir objetivos operacionais. Por isso, entendemos a determinação da legislação das sociedades por ações incongruente, quando manda deduzir as receitas financeiras das despesas financeiras e toma esta diferença como operacional.

A intenção do legislador não levou em conta o aviltamento ocorrido em algumas cias. que aplicam maciçamente recursos no open-market provocando receitas fi-

nanceiras bem superiores às despesas. Tem sido comum constatar-se saldo lucrativo nesta subtração determinada pela Lei 6.404/76.

Percebe-se que o legislador entendeu como "receita financeira" os juros de mora advindos de pagamentos feitos com atraso pelos clientes. Ora, tais atrasos que provocam a taxa de mora, sem dúvida, pertencem à classe de eventos tidos como normais em uma empresa moderna. Entretanto, no Brasil, o que menos estas receitas abarcam são os juros de mora que quase nada representam em relação às demais receitas financeiras. Mesmo assim, as receitas oriundas dos juros de mora são fortuítas e independem do esforço administrativo.

Nos demonstrativos de lucros e perdas é fundamental, para a análise externa, que a receita financeira não venha misturada com a despesa. A absorção de uma pela outra impede a correta obtenção dos seguintes parâmetros:

1. - a apuração do lucro operacional (LO) que leva em conta apenas as despesas,
2. - a avaliação do grau de solvência, que tem o volume de juros pagos como um

dos seus básicos indicadores (9).

- 3. - a aferição do grau de alavancagem financeira,
- 4. - a apuração do resultado não operacional, proposto nesse trabalho, que considera as receitas financeiras.

O lucro operacional (LO), nas demonstrações de resultados, não tem vindo deduzido da parcela de imposto de renda que lhe compete. O imposto de renda, de fato, não guarda relação perfeita com o LO. Em análises mais profundas, contudo, sugerimos utilizarmos o lucro operacional antes e depois do imposto de renda, o que faz surgir o "lucro operacional líquido" (LOL)

ATIVO OPERACIONAL (AO)

Os investimentos básicos do empreendimento, e que foram efetuados no sentido de viabilizar as intenções operacionais, são os recursos utilizados pela administração. Este volume de capital é o que chamamos de ativo operacio-

Vê-se, comumente, o ativo total (investimento bruto) ser utilizado nas medições do retorno do investimento. Isto provoca uma certa defasagem, na medida em que o investimento total não é o responsável pelo retorno operacional ocorrido.

Exemplificamos:

ATIVO TOTAL - 1.000.000

LUCRO OPERACIONAL - 150.000

RETORNO : $\frac{\text{L U C R O}}{\text{INVESTIMENTO}} \times 100$

RETORNO : $\frac{150.000}{1.000.000} \times 100$

RETORNO : 15 %

ESTRUTURA DO ATIVO

CIRCULANTE	-	450.000		
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	-	50.000 (*)		
<u>PERMANENTE</u>				
- Técnico	-	350.000		
- Investimentos	-	50.000 (*)		
- Diferido	-	<u>100.000</u>	<u>500.000</u>	<u>1.000.000</u>

ATIVO OPERACIONAL

ATIVO TOTAL	-	1.000.000		
(-) REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	-	50.000 (*)		
(-) INVESTIMENTOS EM OUTRAS CIAS.	-	<u>50.000 (*)</u>		
			<u>900.000</u>	

Os itens não operacionais são excluídos ,
posto que não representam investimentos feitos no sentido
de se atingir os objetivos básicos.

O realizável a longo prazo, geralmente, é representado por valores a receber - como empréstimos feitos a terceiros - desvinculados das atividades normais. Apenas as contas a receber por eventuais vendas a longo prazo efetuadas é que fazem parte do ativo operacional.

No exemplo citado os cálculos teriam que ser formulados assim:

$$\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{ATIVO OPERACIONAL}} \times 100 = \frac{150.000}{900.000} \times 100 = 17\%$$

O Professor Doutor Eliseu Martins dá ao ativo uma definição que coloca o investimento em uma perspectiva mais econômica, e que, por isso, contempla o potencial contido no mesmo.

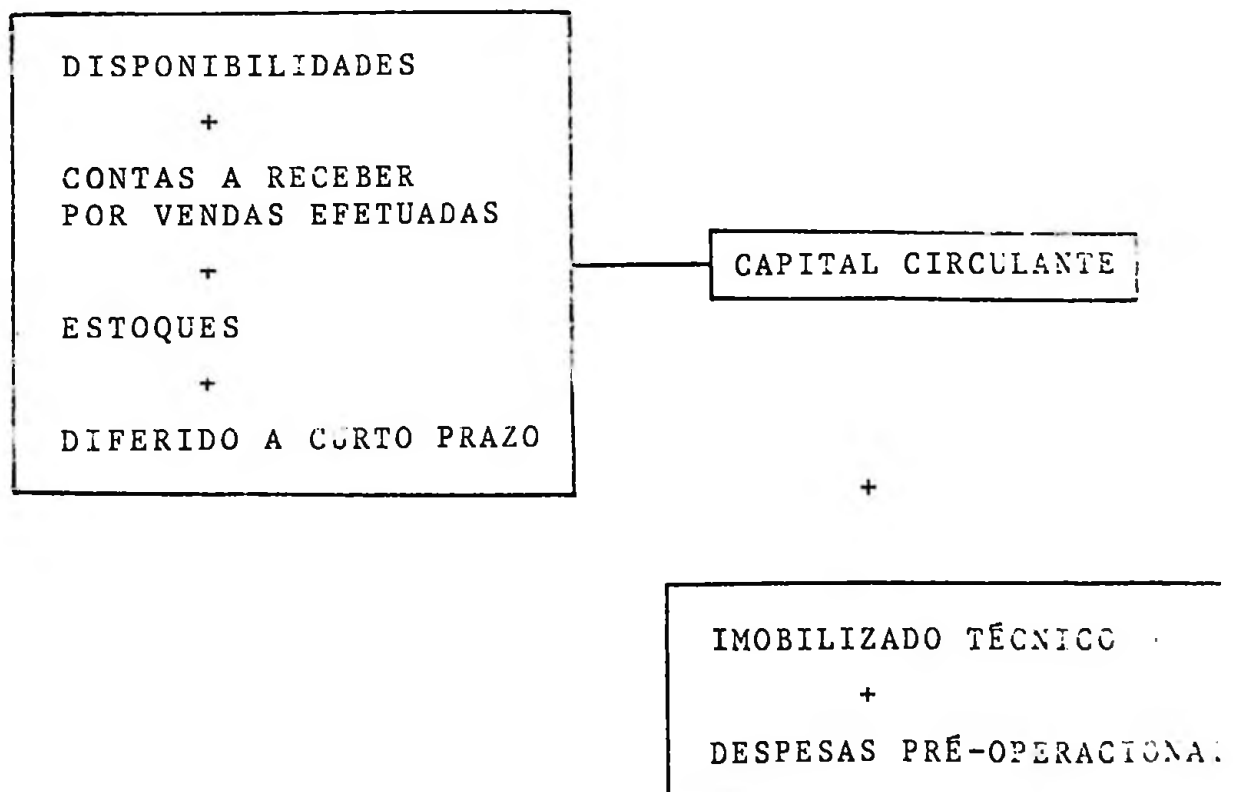
"ATIVO é o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente" (10)

(10) MARTINS, ELISEU - Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível - Tese de Doutorado apresentada à FEA/USP, 1972, pág. 30.

É nesta perspectiva, "mais econômica", que este trabalho, também, entende o investimento. Contudo as análises externas dependem de informes que normalmente não são veiculados.

O "goodwill" que, sem dúvida alguma, contribui para o atingimento do resultado operacional não é considerado... O custo como base de valor, a objetividade e o conservadorismo são regras contábeis que obstaculizam seu reconhecimento.

O investimento considerado como base de capital para a feitura do retorno do ativo operacional tem a estrutura seguinte:



MARGEM DE LUCRO - ML

A margem de lucro (ML), como o próprio nome indica, representa o percentual de lucro contido em cada 100 unidades monetárias de venda. Este índice é dado pela relação:

$$\frac{LO}{ROL} \quad X \quad 100$$

LO : Lucro Operacional

ROL : Receita Operacional Líquida

Ambos os parâmetros utilizados já foram abordados neste trabalho, assim sendo, o que será explicado é o significado dessa relação.

A grande importância desse quociente reside no fato de que a intenção operacional básica de um em-

Depois, esta taxa, praticamente, não sofre, como outras, os efeitos da inflação.

Supondo a margem de lucro de um empreendimento que tenha um elenco de produtos diversificados, acredita-se que o lucro seja homogêneo para todo o "mix" de vendas.

Exemplificando:

Lucro Operacional : 600.000

Vendas Líquidas : 3.000.000

$$ML = \frac{600.000}{3.000.000} \times 100 = 20\%$$

A seguir desmembramos o lucro operacional e as vendas, a fim de identificarmos as MLs individuais.

Q U A D R O 6

PRODUTOS	LUCRO	VENDAS	ML
A	300.000	1.000.000	30%
B	100.000	400.000	25%
C	200.000	1.600.000	12,5%
TOTAL	600.000	3.000.000	20%

Como se vê a (ML) global é diferente da ML correta, que é, exatamente, aquela que considera os produtos individualmente. Apenas o analista interno dispõe dos dados necessários para tanto.

A ML, também chamada "rentabilidade das vendas", ajuda a avaliar a administração, pois evidencia a capacidade desta em obter lucros nas vendas.

A rentabilidade das vendas dá, ainda, a tendência do desempenho operacional, pois não contém dados

Finalmente, é necessário não esquecer o parâmetro lucro operacional (LO) pode vir deduzir do imposto de renda (LOL), ainda que este tributo não guarde perfeita relação com a receita operacional líquida (ROL).

O hábito de calcular a ML utilizando o lucro líquido ao invés do lucro operacional - como é o correto - é motivado pelo fato dos lucros operacionais colocados nos relatórios serem brutos, isto é, não vêm deduzidos do imposto de renda. Nas demonstrações será apresentado um demonstrativo de resultado onde o lucro operacional é dado nestas duas versões.

GIRO DO ATIVO OPERACIONAL - (GAO)

Esse é o terceiro indicador sugerido por este trabalho, que mede a eficiência da gestão.

$$G A O = \frac{R O L}{A O}$$

ROL : Receita Operacional Líquida

AO : Ativo Operacional

Ambos os parâmetros, também estão explicitados nas páginas anteriores. Logo, resumiremos em dar o

dicador.

A administração é responsável pela totalidade dos recursos entregues pelos proprietários e terceiros. A gerência destes recursos resulta vendas. O ideal, dentro do conceito de racionalização, é obter o máximo de vendas com investimentos estritamente necessários. O investimento básico deve ter uma capacidade de produzir e vender compatível com o seu volume. Essa habilidade, sem dúvida, é administrativa.

Tanto no momento do investimento, como na fase de obtenção da produção e da receita, essa habilidade é reivindicada.

O retorno do investimento, visto pela fórmula híbrida:

$$RO = ML \times \text{GIRO DO ATIVO}$$

dá, "por dentro", os sucessos e as deficiências das decisões tomadas pela gestão.

A margem de lucro (ML) mostra a capacidade que as vendas têm em gerar lucro, mas isto é pouco. Pode-se obter alta rentabilidade nas vendas, em determinado em

preendimento, só que o volume do investimento requerido é excessivamente elevado...

Assim sendo, a boa gestão deve compatibilizar o trinômio já citado:

1. - amplos faturamentos, (ROL)
2. - lucros razoáveis, sobre essas vendas, (LO)

utilizando

2. - volumes, proporcionalmente, mínimos de ativo, (AO).

Com efeito, a otimização dos três parâmetros citados: ROL, LO e AO, desencadeia-se na fórmula:

$$RO = \frac{LO}{ROL} \cdot 100 \times \frac{ROL}{AO} \quad \text{ou:} \quad \frac{LO}{AO} \cdot 100$$

$$RO = (ML) \times (GAO)$$

ANÁLISE DE EMPRESAS; NÃO DE BALANÇOS

A expressão análise é considerada o "exame de cada parte de um todo" (11). Analisar é, pois, decompor um todo em partes menores.

Um dado global tem por hábito confundir, cado a multiplicidade de eventos contida na informação.

Os relatórios financeiros convencionais são dados globais. Têm, assim, de ser analisados, a fim de explicitarem melhor a realidade que contêm. A análise dos demonstrativos financeiros, ao contar da vida econômica da empresa, relaciona, compara e confronta os dados extraídos dos balanços.

Quando se analisa um balanço, na realidade, quem está sendo examinado é a empresa. Os balanços, dentro das limitações que possuem, procuram retratar a realidade empresarial. Devem refletir, portanto, a posição econômica

(11) FIGUEIREDO, CÂNDIDO DE - Novo Dicionário da Língua Portuguesa, Vol. I, Livraria Bertrand, Lisboa, 14a. edição 1949

-financeira da empresa. A pesquisa tem como dados os balanços, mas as interpretações feitas recaem sobre a empresa. Esse detalhe elementar não deve ser esquecido.

Os balanços sozinhos são insuficientes para uma perfeita interpretação, apesar de serem, em nossa opinião, ainda, a maneira mais prática para se saber sobre a vida econômica-financeira das empresas.

Há outras formas de se analisar um empreendimento: um projeto de viabilidade econômica, ou um estudo de mercado que verifique as possibilidades de um novo produto, são exemplos dessas possibilidades. Entretanto, para se verificar o desempenho da administração, na perspectiva do analista externo, os balanços representam a alternativa melhor.

A questão é como complementar os dados trazidos pelos balanços para dar um significado "mais econômico" às análises. A evidenciação determinada pela Lei nº 6.404/76 complementa bem os informes contidos nos relatórios. O "disclosure" é o ônus que a contabilidade sofre por lidar com dados monetários. Entretanto, há um "amarramento" desses informes ao balanço. Quando se fala, por exemplo, dos critérios de depreciação e de avaliação dos estoques,

não se cogita saber do número de horas trabalhadas pelas máquinas ou mesmo do volume de material consumido ou produzido. Referimo-nos aos dados não monetários que, de uma certa forma, pudessem contribuir para a avaliação da gestão.

A vantagem dos parâmetros não monetários é sua insensibilidade às alterações do poder aquisitivo do dinheiro. Em economias onde tais alterações ocorrem sistematicamente - como a nossa - os informes não monetários ganham relevância maior. Tais dados variam de acordo com o tipo de empresa. A tecnologia e o processo de produção determinam o que deve ser informado. Em nosso trabalho chamamos esses parâmetros de "características econômicas".

As características econômicas que estão à disposição da administração para se auto-avaliar seriam, assim, de domínio público. A comunidade econômica, como um todo, se beneficiaria dessa estratégia:

- . os acionistas minoritários;
- . os financiadores;
- . o governo, em seus diversos níveis;

. os empregados, através dos sindi
catos;

e -

. o mercado.

A concorrência, diante de um jogo tão abar-
to, em última instância, traria vantagens ao consumidor e
à economia em geral.

As características econômicas principais
seriam dadas junto aos balanços como parte das notas expi
cativas que acompanham estes.

Damos alguns exemplos:

1. nº de empregados (produtivos e adminis
trativos)
2. horas/homem e horas/máquinas traba-
lhadas pela produção
3. kilowatts consumidos

4. volume produzido e vendido

5. consumo de material direto

Evidentemente, que se adotaria um padrão horas/homem e máquina, quando a mão-de-obra e o equipamento fossem heterogêneos. A mesma coisa aconteceria em relação ao volume produzido e vendido, bem como em relação ao consumo de materiais, se a produção fosse diversificada.

Sabemos das restrições que os empresários têm em relação a esta idéia. Contudo, laboramos para o futuro, quando as pessoas "de fora" das empresas não mais se contentarem com os informes dados com base nos "princípios contábeis geralmente aceitos".

A fim de visualizarmos melhor os parâmetros econômicos que complementariam os relatórios, sugerimos um novo "disclosure", mais precisamente um "master disclosure".

Suponhamos uma indústria de televisores em três momentos: A ; B e C. Os parâmetros fornecidos são : Volume Produzido (VP), Horas-Homem (HH) e Horas-Máquina(MM).

Q U A D R O 7

MOMENTOS	VOLUME PRODUZIDO (VP)	HORAS-HOMEM (HH)	HORAS-MÁQUINA (HM)
A	60.000	800.000	90.000
B	100.000	1.000.000	200.000
C	130.000	1.100.000	390.000

Ao fazermos as comparações dos parâmetros (HH) e (HM) com VP; temos: (*)

	A	B	C
HH/VP	13,3	10,0	8,5
HM/VP	1,5	2,0	3,0

O que, à primeira vista, se depreende?

Para cada televisor fabricado usa-se menos mão-de-obra atualmente (C) do que em (A) e (B). Isto se deveria ao treinamento e racionalização do pessoal produtivo?

(*) $HH \text{ ou } HM \div VP$

Tudo indica que não.

Vejam os:

À medida que se despende menos mão-de-obra, usa-se mais intensamente os equipamentos (HM).

A análise externa de posse dos dados citados poderia avaliar melhor o desempenho da gestão. O retorno do ativo operacional (RO), a margem de lucro (ML) e o giro do ativo operacional (GAO) apontariam o sucesso ou a ineficiência da estratégia da administração, que vem sofisticando a tecnologia utilizada. Tal política libera mão-de-obra, mas absorve mais custos fixos, o que altera a margem de segurança da empresa que deverá ter o seu ponto de equilíbrio aumentado. Isto deixa o empreendimento mais vulnerável em termos de risco. Por outro lado, se estes novos equipamentos forem feitos com financiamentos - como é de se esperar - há que se estudar a alavancagem obtida. Além disso, a relação vendas/volume do ativo (giro do ativo) é alterada. Resta saber se o novo faturamento alcançado provoca giros suficientemente maiores que as posições anteriores. Uma elevação dos giros, isoladamente, não elevaria o retorno. A margem de lucro não poderia ser afetada pelos custos fixos acrescidos; almeja-se, no caso, que a redução das despesas com mão-de-obra tenha sido suficientemente ampla

Novamente fomos remetidos ao trinômio a ser perseguido pela administração:

1. maximização de vendas

com

2. otimização dos ativos

sem

3. onerar as despesas e custos.

A análise de empresas não deve ter a sua atenção voltada diretamente para o lucro operacional. Este é uma medida final. O certo é partir do setor externo (vendas) para o interno (custos e despesas operacionais); o que resultará o lucro operacional.

a) As vendas, por estarem mais distantes do controle do que os custos operacionais, devem ser analisadas de forma a permitir saber das variações reais ocorridas. Os parâmetros não monetários são mais uma vez reclamados. Em condições inflacionárias o volume vendido importa mais que o faturamento monetário alcançado.

b) O custo das vendas, geralmente, é comparado na vertical com o faturamento, em termos percentuais. O custo das vendas está mais associado à produção do que ao faturamento, pois tanto o material (direto e indireto) como a mão de obra, otimizam-se, via de regra, em função do volume produzido. Esta "característica econômica" ao ser veiculada enriquece a análise.

c) O lucro bruto, por resultar da diferença entre os itens anteriores, será interpretado em função destes.

d) As despesas com vendas e administrativas, são de responsabilidade da administração por serem parâmetros operacionais. As despesas com vendas guardam um vínculo maior ao faturamento (comissões e propaganda, por exemplo). Quanto às administrativas, apesar de verticalmente serem comparadas ao faturamento, não são unicamente vinculadas a este. Estas despesas estão vinculadas a empresa como um todo, independentemente das vendas.

e) As despesas financeiras aviltadas denotarão grandes empréstimos ou ineficiência na gestão dos componentes da postura financeira da entidade.

f) O lucro operacional reflete o desempenho da gestão em todos os setores anteriormente citados.

Ao se estudar a rentabilidade não se deve omitir o desdobramento do resultado final em operacional e não operacional. A soma algébrica desses parâmetros é que resultará o desempenho global.

O resultado não operacional é dado pela contraposição dos itens não operacionais positivos e negativos. Tal resultado não deve ser caracterizado como parte do esforço e atividade fundamentais da gestão. É, pois, parte das atividades secundárias e avulsas.

Damos a seguir alguns exemplos de componentes do resultado não operacional:

- . a equivalência patrimonial dos investimentos permanentes efetuados em outras empresas;

- . os resultados obtidos na venda de ativos permanentes;

as receitas financeiras (dividendos, lucros nas aplicações do open-market auferidos de forma não alternativa e juros).

Os ajustes de estoques são eventos como normais no processo de funcionamento da entidade; as variações são, pois, operacionais. Quanto ao resultado da correção monetária do ativo permanente e do patrimônio líquido, vem sendo, equivocadamente, considerado não operacional em sua totalidade. Apenas os investimentos em obras, têm caracter não operacional. A correção monetária, requerida pela nova legislação, é uma técnica que precisa ser melhor assimilada pela comunidade contábil-financeira, que ainda não a interpretou devidamente - salvo algumas exceções.

CONCLUSÕES

Consideramos, neste trabalho, o retorno do investimento (RO) como indicador mais apto a avaliar o desempenho da gestão, através da análise externa de balanços. Há outros métodos para se calcular o retorno do investimento. Destacamos o método do valor atual e o fluxo de caixa descontado. Esses dois métodos levam em conta o valor do dinheiro no tempo. Economicamente, os juros representam o preço pago, devido a renúncia de um consumo atual em benefício de um consumo futuro. Quem aplica 100 cruzeiros, hoje, o faz na expectativa de receber mais de 100 cruzeiros no futuro.

Para se determinar o valor atual de um investimento de 1 cruzeiro, a ser recebido daqui a "n" anos, a uma taxa de lucro "r", é aplicada a fórmula:

$$VA = \frac{1}{(1 + r)^n}$$

São usadas tabelas financeiras que fornecem os índices a serem multiplicados pelo valor do investimento, conhecendo-se a taxa por período de tempo e o número de períodos.

Tanto o método do valor atual, como o fluxo de caixa descontado são semelhantes e têm o mesmo conceito, a diferença surge na apresentação do resultado. Internamente falando são bons métodos, apesar de apresentarem o problema da determinação da taxa de desconto a ser utilizada. Tal taxa deve variar em função do tipo e volume do investimento, bem como do risco envolvido. Esses métodos não foram abordados nesse trabalho em virtude de não prestarem a uma avaliação da gestão do ponto de vista externo da empresa.

A seguir, a título de ilustração, apresentamos um papel de trabalho base que identifica o lucro em suas diver

sas fases, de modo a permitir ao analista - sobretudo ao externo - uma melhor apuração da rentabilidade em seus diversos aspectos.

Para tanto, utilizamos a empresa Metal Leve, que neste ano foi considerada "A EMPRESA DO ANO". Apresentamos os três últimos exercícios (1977, 1978 e 1979), que são apenas calculados sem, contudo, serem analisados. A intenção é dar alguns parâmetros novos e evidenciar o desempenho econômico em diversas versões.

ÍTEMS	1977	1978	1979
	Cr\$ 1000	Cr\$ 1000	Cr\$ 1000

BALANÇO PATRIMONIAL

10	ATIVO CIRCULANTE	794.783	1.386.589	2.652.674
20	REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	35.427	101.671	141.940
31	INVESTIMENTOS (OUTRAS CIAS)	127.877	173.980	223.340
32	IMOBILIZADO TÉCNICO	592.583	797.950	1.303.330
33	ATIVO DIFERIDO	-	-	-
30	ATIVO PERMANENTE (31+32+33)	720.480	971.930	1.526.670
A	ATIVO (10+20+30)	1.550.670	2.460.190	4.327.284
AO	ATIVO OPERACIONAL (A-20-31)	1.387.366	2.184.539	3.962.004
P	PASSIVO	466.743	741.879	1.314.390
80	RESULTADOS DE EXERCÍCIOS FUTUROS	-	-	-
PL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.083.927	1.718.311	3.012.894
	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (P+80+PL)	1.550.670	2.460.190	4.327.284
NA	Nº DE AÇÕES	334.399.000	668.799.000	668.799.000

BALANÇO DO RESULTADO ECONÔMICO

ROL	RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	1.389.392	100	1.895.553	100	3.278.974	100
110	(-) CUSTO DAS VENDAS	540.500	39	845.043	44	1.350.435	51
LB	LUCRO BRUTO	848.892	61	1.050.510	56	1.928.479	59
120	(-) DESPESAS COM VENDAS	173.769	12	110.335	6	158.576	5
130	(-) DESPESAS FINANCEIRAS	79.678	6	59.102	3	95.254	3
140	(-) DESPESAS ADMINISTRATIVAS	244.026	18	338.028	18	524.235	16
150	(-) OUTRAS DESPESAS OPERACIONAIS	12.794	1	34.941	2	74.222	2
LO	LUCRO OPER. (LB-120-150)	338.625	24	508.104	27	1.076.212	33
160	(-) IMP. DE RENDA S/O LUCRO OPERACIONAL	66.657		99.998		290.733	
LOL	LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO (LO-160)	271.968		408.106		785.474	
170	RECEITAS NÃO OPERACIONAIS	28.598	2	78.329	4	239.973	8
180	(-) DESPESAS NÃO OPERACIONAIS	114.865		154.854		394.791	
190	RESULTADO NÃO OPERACIONAL (170-180)	(86.267)		(79.525)		(124.813)	
200	(-) IMP. DE RENDA S/O RES. NÃO OPERACIONAL	-		-		-	
210	RES. NÃO OPERACIONAL LIQ (190-200)	(86.267)		(79.525)		(124.813)	
220	(-) PARTICIPAÇÕES (DIRET./EMPREG./ETC.)	14.161		17.240		24.872	
LAIR	L ANTES DO IMP. DE RENDA (LO+190-220)	238.197		411.339		926.527	
LL	LUCRO LÍQUIDO (LOL+210-220)	171.540		311.341		635.739	
CC	CUSTO DO CAP. NO MERC. FINANCEIRO	54.638		98.078		189.253	
LE	LUCRO ECONÔMICO (LL-CC)	116.902		213.263		446.481	
	DEFLATOR	100,0		119,0		216,4	

DESEMPENHO ECONÔMICO

RO.1	RETORNO DO INVEST. OPER. (LO/AO.100)	24%	23%	27%
RO.2	RETORNO DO INVEST. OPER. (LOL/AO.100)	20%	19%	20%
MI.1	MARGEM DE LUCRO (LO/ROL.100)	24%	27%	33%
MI.2	MARGEM DE LUCRO (LOL/ROL.100)	20%	22%	24%
RCP.1	RENTABILIDADE DO CAP. PRÓPRIO (LAIR/PL.100)	26%	29%	39%
RCP.2	RENTABILIDADE DO CAP. PRÓPRIO (LL/PL.100)	19%	22%	27%
RCP.3	RENTABILIDADE DO CAP. PRÓPRIO (LE/PL.100)	13%	15%	19%
LPA.1	LUCRO POR AÇÃO (LL/NA)	\$0,51	\$0,47	\$0,95
LPA.2	LUCRO POR AÇÃO (LE/NA)	\$0,35	\$0,32	\$0,67
VPA	VALOR PATRIMONIAL DA AÇÃO (PL/NA)	\$3,24	\$2,57	\$4,50
GAO	GIRO DO ATIVO OPERACIONAL (ROL/AO)	1,00	0,86	0,83

Os números encontrados denotam claramente a eficiência com que a administração da empresa utilizou o seu ativo operacional.

O retorno do ativo operacional (RO) e a margem de lucro (ML) são dados em duas versões: o lucro operacional é considerado antes (LO) e depois do imposto de renda (LOL), nas fórmulas usadas.

A rentabilidade sob o enfoque dos proprietários (RCP) é vista em três hipóteses:

- . Antes do imposto de renda para se evitar as inconsistências já conhecidas;
- . Depois do imposto de renda em sua versão convencional;

e

- . Depois do custo do capital (CC), que representa a remuneração que seria a alternativa sem risco para o investidor. Consideramos os ju-

ros de títulos públicos em 6% ,
7% e 8%, respectivamente. Essa
versão dá a rentabilidade auferida pelo risco assumido.

Nas três versões, utilizamos o patrimônio líquido médio ($PL \text{ inicial} + PL \text{ final} \div 2$) que como se viu é o melhor parâmetro para o analista externo.

O lucro por ação (LPA) é dado em sua versão convencional e em uma hipótese "mais econômica", quando considera o lucro já deduzido do custo do capital no mercado financeiro sem risco (LE).

Concluindo damos, ainda, o valor patrimonial da ação (VPA) e o giro do ativo operacional (GAO).

A análise da rentabilidade não deve deixar de considerar o grau de alavancagem financeira em sua versão que melhor explicita o efeito de "alavanca". A utilização de recursos de terceiros em benefício do retorno do capital próprio demonstra habilidade e eficiência da administração.

O analista externo, em sua tarefa de analisar empresas, através de seus balanços, deve dar a devida ênfase ao desempenho econômico como um todo, sobretudo ao resultado operacional, como fizemos nesse trabalho. O analista de empresas, nessa perspectiva de trabalho, não deve se esquecer que do resultado econômico dependem os demais perfis do empreendimento. Não é desimportante afirmar que, nessa tarefa, também, a criatividade deve vir aliada ao bom senso.

...

BIBLIOGRAFIA

ANTHONY, ROBERT N. - CONTABILIDADE GERENCIAL, Editora Atlas
Traduzido do Original "Management Accounting
Principles" - Richard D. Irwin, Homewood -
1965.

BLECKE, CURTIS J. - ANÁLISE FINANCEIRA PARA A TOMADA DE DE-
CISÃO, Editora Atlas - Traduzido do Original
"Financial Analysis for Decision Making" -
Prentice-Hall, New Jersey, 1966.

HENDRIKSEN, ELDON S. - ACCOUNTING THEORY, Richard D. Irwin ,
Homewood, 1970.

IUDÍCIBUS, SÉRGIO DE - ANÁLISE DE BALANÇOS, Editora Atlas ,

- IUDÍCIBUS, SÉRGIO DE - TEORIA DA CONTABILIDADE , Editora Atlas, 1a. Edição, São Paulo, 1980.
- IUDÍCIBUS, SÉRGIO DE e MARTINS, ELISEU e GELBCKE, ERNESTO RUBENS - MANUAL DE CONTABILIDADE DAS SOCIEDADES POR AÇÕES, Editora Atlas, 1a. Edição, São Paulo, 1979.
- KANITZ, STEPHEN CHARLES - INDICADORES CONTÁBEIS E FINANCEIROS DE PREVISÃO DE INSOLVÊNCIA: A EXPERIÊNCIA DA PEQUENA E MÉDIA EMPRESA BRASILEIRA Tese de Livre-Docência, FEA/USP, 1976.
- LUDERS, HIRONDEL SIMÕES - BALANÇO COMPLETO DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS, Tese de Doutorado, FEA/USP, 1962.
- MARCOVITCH, JACQUES - CONTRIBUIÇÃO AO ESTUDO DA EFICÁCIA ORGANIZACIONAL Tese de Doutorado, FEA/USP, 1972.
- MARTINS, ELISEU - CONTRIBUIÇÃO À AVALIAÇÃO DO ATIVO INTANGÍVEL Tese de Doutorado, FEA/USP, 1972.

- MARTINS, ELISEU - ASPECTOS DO LUCRO E DA ALAVANCAGEM FINANCEIRA NO BRASIL, Tese de Livre-Docência, FEA/USP, 1980.
- MOREIRA, JOSE CARLOS - ORÇAMENTO DA EMPRESA COMO FORMA DE CONTROLE FINANCEIRO SUA UTILIZAÇÃO NA OTIMIZAÇÃO DE RESULTADO, Tese de Doutorado, FEA/USP, 1972.
- MYER, JOHN N. - ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS, Editora Atlas, Traduzido do Original "Financial Statement Analysis", Prentice-Hall, New Jersey, 1969.
- OLIVA, FRANCISCO DE ASSIS C. - A MEDIDA DO LUCRO NA EMPRESA Tese de Doutorado, Escola Politécnica da USP, 1974.
- PETERS, ROBERT - RETORNO DO INVESTIMENTO, McGraw-Hill do Brasil, Traduzido do Original "Return on Investment", American Accounting Association, Nova York, 1974.
- PORTERFIELD, JAMES T.S. - DECISÕES DE INVESTIMENTO E CUSTO DE CAPITAL, Editora Atlas, Traduzido do Original "Investment Decisions and Capital Costs", Prentice-Hall, 1965.

- SOLOMON, EZRA - TEORIA DA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA, Zetoc Editores, Traduzido do Original "The Theory of Financial Management", 5a. edição, Columbia University Press, Nova York, 1967.
- TREUHERZ, ROLF MÁRIO - CONTRIBUIÇÃO À ANÁLISE DE BALANÇOS DA INDÚSTRIA AUTOMOTIVA BRASILEIRA, Tese de Doutorado, FEA/USP, 1972.
- WELSCH, GLENN A. - ORÇAMENTO EMPRESARIAL, PLANEJAMENTO E CONTROLE DO LUCRO, Editora Atlas, Traduzido do Original "Budgeting-Profit Planning and Control", Prentice-Hall, New Jersey, 1971.
- WESTON, J. FRED - FINANÇAS DE EMPRESAS, Editora Atlas, Traduzido do Original "The Scope and Methodology of Finance", Prentice-Hall, New Jersey, 1966.