

**UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO - LINHA DE FORMAÇÃO ESPECÍFICA EM
COMÉRCIO EXTERIOR**

FERNANDO LOCKS MACHADO

**ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA ABERTURA DE
CAPITAL PARA UMA SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL FECHADO**

CRICIÚMA

2016

FERNANDO LOCKS MACHADO

**ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA ABERTURA DE
CAPITAL PARA UMA SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL FECHADO**

Monografia apresentada para a obtenção do grau de Bacharel em Administração, no Curso de Administração Linha de Formação Específica em Comércio Exterior da Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC.

Orientador: Prof. Cleber Pacheco Bombazar

CRICIÚMA

2016

FERNANDO LOCKS MACHADO

**ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA ABERTURA DE
CAPITAL PARA UMA SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL FECHADO**

Monografia apresentada para a obtenção do grau de Bacharel em Administração, no Curso de Administração Linha de Formação Específica em Comércio Exterior da Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC.

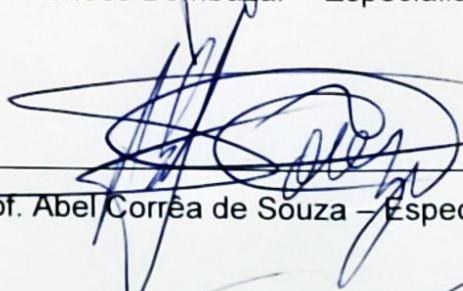
Orientador: Prof. Cleber Pacheco Bombazar

Criciúma, 20 de junho de 2016.

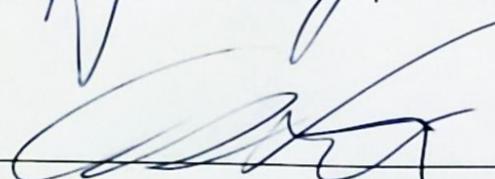
BANCA EXAMINADORA



Prof. Cleber Pacheco Bombazar – Especialista – UNESC – Orientador



Prof. Abel Corrêa de Souza – Especialista – UNESC



Prof. Everton Salvador – Especialista – UNESC

CRICIÚMA

2016

DEDICATÓRIA

Àqueles que me deram a vida e que, incessantemente, têm lutado para que eu pudesse alçar voos cada vez maiores.

AGRADECIMENTOS

Ao Pai Celestial, agradeço as bênçãos e dádivas que Dele tenho recebido, assim como sou grato a todo o amparo ofertado nos momentos de dificuldade. Desconheço seus desígnios, mas reconheço a importância dos obstáculos enfrentados diariamente, os quais constituem-se em inegável forma de amadurecimento espiritual.

Aos meus pais, Volnei e Rosinara, que têm me oferecido seus incessantes cuidados desde os primeiros anos de minha existência. A eles devo todo o amor e o carinho que têm me dedicado. Continuarei minha trajetória na esperança de que um dia, talvez, possa retribuir-lhes uma parte dessa imensurável dívida de afeto.

Meus sinceros agradecimentos ao professor Cleber Pacheco Bombazar, por ter aceitado esse desafio conjunto e por estar sempre disposto a contribuir para com o meu crescimento acadêmico e profissional. Ratifico meu respeito e admiração pelo trabalho que tem desenvolvido enquanto professor.

Não menos importante, é de bom grado que se registre os agradecimentos à SETEP Construções S.A., na figura dos senhores José Locks, Presidente do Conselho; Ademir Locks, Diretor Presidente; e José Roberto de Souza, Diretor Administrativo-Financeiro; os quais prontamente atenderam às demandas da pesquisa e tornaram possível a realização da mesma.

RESUMO

MACHADO, Fernando L. **Análise da viabilidade econômico-financeira da abertura de capital para uma sociedade anônima de capital fechado**. 2016. 89 páginas. Monografia do Curso de Administração – Linha de Formação Específica em Comércio Exterior, da Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC.

Uma empresa pode alavancar seu crescimento com a abertura de seu capital. Mas, ainda que exista tal possibilidade, muitas empresas mantêm-se sob a denominação de sociedade anônima sem, contudo, abrirem seu capital a investidores externos. Diante disso, objetivou-se determinar e analisar os indicadores econômico-financeiros que apontam para a *IPO* de uma sociedade anônima de capital fechado. O estudo da viabilidade da abertura de capital derivou em dados a serem analisados e, inclusive, quantificados – seja por percentuais ou índices financeiros – mas que tiveram como objetivo expressar resultados de ordem qualitativa, tendo em vista a viabilidade ou não da *IPO*. O objeto de estudo foi a empresa SETEP S.A., a qual fora comparada às 24 empresas do mesmo segmento, listadas na BOVESPA. Foram alcançados dois resultados: a verificação dos parâmetros empregados nas equiparações entre a SETEP S.A. e demais empresas do mesmo segmento, oferecendo a resposta ao objetivo geral da pesquisa; e a possibilidade de tecer um parecer sobre a viabilidade econômico-financeira da abertura de capital para a empresa SETEP S.A. Com um parecer desfavorável, corrobora-se tal resultado por meio dos pareceres desfavoráveis oferecidos pelos quatro grupos de índices medidos. Conclui-se que, embora parte das sociedades anônimas de capital fechado opte por manter tal conformação, a abertura de capital representa uma fase do desenvolvimento da empresa que não pode ser ignorada. Os indicadores econômico-financeiros providos pela presente pesquisa poderão compor as análises de gestores financeiros, oferecendo resultados semelhantes aos de sua aplicação, auxiliando no processo de abertura de capital dentro das organizações.

Palavras-chave: Abertura de capital. *IPO*. Viabilidade. Demonstrações econômico-financeiras.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AV	Análise Vertical
AH	Análise Horizontal
BACEN	Banco Central
BB	Banco do Brasil
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	Banco Nacional da Habitação
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BP	Balanço Patrimonial
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstrações do Fluxo de Caixa
DMPL	Demonstrações das Mutações do Patrimônio Líquido
DRE	Demonstrações dos Resultados do Exercício
DVA	Demonstrações do Valor Adicionado
<i>IPO</i>	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial)
S.A.	Sociedade Anônima
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SPC	Secretaria da Previdência Complementar
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Índices de liquidez.....	54
Figura 2 – Índices de estrutura.....	55
Figura 3 – Índices de resultado	57
Figura 4 – Índices de prazos médios (em meses).....	58
Figura 5 – Composição do parecer final.....	60

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Subclasses compreendidas pela classe de valores	20
Quadro 2 – Vantagens da abertura de capital (<i>IPO</i>).	23
Quadro 3 – Balanço patrimonial: ativo	26
Quadro 4 – Balanço patrimonial: passivo	27
Quadro 5 – Demonstração dos resultados do exercício (DRE)	28
Quadro 6 – Demonstração do fluxo de caixa (DFC).....	29
Quadro 7 – Demonstração do valor adicionado (DVA).	31
Quadro 8 – Demonstração de lucros ou prejuízos acumulados (DLPA)	32
Quadro 9 – Demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL)	33
Quadro 10 – Índices de liquidez	36
Quadro 11 – Índices de estrutura ou endividamento.....	37
Quadro 12 – Índices de resultado	38
Quadro 13 – Índices de prazos médios.....	39
Quadro 14 – Resumo da metodologia de pesquisa	42
Quadro 15 – Dados econômico-financeiros da SETEP S.A. (2015).....	48
Quadro 16 – Comparativo entre os índices: Azevedo – Eztec	49
Quadro 17 – Comparativo entre os índices: Gafisa – PDG.....	50
Quadro 18 – Comparativo entre os índices: Rodobens – Viver S.A.....	50
Quadro 19 – Comparativo entre os índices: média simples e mediana	52
Quadro 20 – Comparativo entre índices: média geométrica e harmônica.....	53

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA	7
1.2 OBJETIVOS	8
1.2.1 Objetivo geral	8
1.2.2 Objetivos específicos	8
1.3 JUSTIFICATIVA	8
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	10
2.1 A ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA	10
2.1.1 O papel do administrador financeiro	10
2.2 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	11
2.3 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	13
2.3.1 Comissão de Valores Mobiliários	13
2.3.2 Bolsa de valores	14
2.3.3 Sociedades corretoras	15
2.3.4 Sociedades distribuidoras	15
2.3.5 Agentes autônomos	16
2.4 INVESTIMENTOS CORPORATIVOS	16
2.4.1 Características dos investimentos	18
2.4.2 As opções de investimento	19
2.4.3 Ações	21
2.5 ABERTURA DE CAPITAL	22
2.5.1 Por que abrir capital?	22
2.6 DEMONSTRAÇÕES ECONÔMICO-FINANCEIRAS.....	25
2.6.1 Balanço patrimonial	25
2.6.2 Demonstração do resultado do exercício (DRE)	27
2.6.3 Demonstração do fluxo de caixa (DFC)	28
2.6.4 Demonstração do valor adicionado (DVA)	30
2.6.5 Demonstração de lucros ou prejuízos acumulados (DLPA)	31
2.6.6 Demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL)	32
2.7 INSTRUMENTOS DE ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIROS.....	33
2.7.1 Análise vertical (AV)	34
2.7.2 Análise horizontal (AH)	35

2.7.3 Índices de liquidez	35
2.7.4 Índices de estrutura ou endividamento	36
2.7.5 Índices de resultado	37
2.7.6 Índices de prazos médios	38
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	40
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	40
3.1.1 Quanto à abordagem.....	40
3.1.2 Quanto aos fins	41
3.1.3 Quanto aos meios de investigação.....	41
3.1.4 Resumo da metodologia de pesquisa	42
3.2 CONTEXTO DO ESTUDO	43
3.2.1 Área e objeto estudados.....	43
3.3 PLANO DE COLETA DE DADOS	43
3.3.1 Origem dos dados	43
3.3.2 Técnica de coleta	44
3.3.3 Instrumento de coleta	44
3.4 PLANO DE ANÁLISE DE DADOS	44
3.4.1 Composto de técnicas	44
4 ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA	46
4.1 A EMPRESA OBJETO DE ESTUDO: SETEP CONSTRUÇÕES S.A.	46
4.1.1 Histórico e atuação	46
4.1.2 Demonstrações econômico-financeiras.....	47
4.2 COMPOSIÇÃO DOS INDICADORES DA VIABILIDADE	48
4.2.1 Demonstrações econômico-financeiras de referência	48
4.2.2 Índices econômico-financeiros de referência.....	49
4.2.3 Média aritmética simples e mediana.....	51
4.2.4 Média geométrica e harmônica	52
4.3 ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA ABERTURA DE CAPITAL	53
4.3.1 Análise do parecer	54
4.3.2 Síntese do parecer	59
5 CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS.....	65
APÊNDICES	68

APÊNDICE A – Demonstrações econômico-financeiras da SETEP S.A.	69
APÊNDICE B – Dados econômico-financeiros das empresas de referência	72
ANEXO	78
ANEXO A – Relação das empresas de referência	79

1 INTRODUÇÃO

Desde sua origem, toda empresa terá sempre duas opções para seu desenvolvimento: crescer ou declinar. Em um mercado repleto de concorrentes – ou até mesmo naqueles em que haja o pioneirismo – não existe estagnação. As empresas vivem em meio às oscilações oriundas de diversos setores, e é por conta dessa dinamicidade que elas buscam, constantemente, novas formas de se desenvolver e avançar, ou, do contrário, estariam todas fadadas a fecharem suas portas.

Sousa (2007) relata que, no âmbito empresarial, mudanças significativas vêm ocorrendo, especificamente no que tange às preocupações dos executivos em relação à área financeira. Segundo ele, algumas mudanças são mais perceptíveis e estão contribuindo para que a área das finanças ocupe posições mais estratégicas e de orientação dentro das corporações.

Durante boa parte de sua história, uma empresa se desenvolve por meio de recursos próprios, que foram gerados a partir da integralização do capital inicial de um ou mais sócios. Contudo, o empreendimento cresce e, com grandes proporções, impera a necessidade de cada vez mais recursos serem injetados. De imediato, grande parte dos empreendedores busca pelo capital proveniente de empréstimos, mas nem sempre optar por essa solução é a decisão mais acertada.

Casagrande Neto (2000, p. 39) diz que: “enquanto a decisão de investimento determina o risco empresarial de uma firma, a decisão de financiamento define seu risco financeiro [...]”. Para as sociedades limitadas, são poucas as alternativas, mas para as empresas que atingem o patamar de sociedades anônimas, existe uma forma diferente de lidar com a captação de recursos: a abertura de capital na bolsa de valores.

Segundo Casagrande Neto (2000), abrir capital em bolsa significa possibilitar que investidores possam dividir os riscos com os atuais sócios, fornecendo, em contrapartida, fundos para o desenvolvimento da empresa, ampliando, dessa forma, o leque de opções de obtenção de divisas a serem utilizadas pela mesma. Todavia, a abertura de capital ainda é uma alternativa pouco explorada pelas corporações brasileiras.

Levando-se em conta as proporções do território brasileiro, pode-se especular a vastidão de empreendimentos em plena ascensão espalhados pelo

país. Entretanto, conforme dados da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2015), das inúmeras companhias existentes, até o ano de 2015, em torno de 600 apenas possuem ações – papéis que equivalem a uma parcela da empresa – negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

Conforme será explanado adiante, algumas são as justificativas para que as empresas evitem a abertura de capital, acarretando em tal defasagem quanto à participação das mesmas no mercado de capitais brasileiro. Todavia, por meio desse trabalho, buscou-se por uma forma de fornecer às empresas, indicadores que assinalem a situação econômico-financeira mais favorável à abertura de capital, na tentativa de facilitar a avaliação de uma possível Oferta Pública Inicial (*IPO*).

1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA

Entendendo a procura por aplicações que possam ser rentáveis aos investidores como uma oportunidade de captar mais recursos para seu desenvolvimento, uma empresa pode alavancar seu crescimento por meio da abertura de seu capital, ou seja, realizando a Oferta Pública Inicial (*IPO*). Mas, ainda que possa parecer algo promissor, muitas empresas mantêm-se sob a denominação de sociedade anônima sem, contudo, abrirem seu capital a investidores externos.

Conforme Casagrande Neto (2000), podem ser elencadas quatro grandes justificativas para a não abertura de capital, sendo elas: a estrutura empresarial brasileira, a falta de necessidade de recursos imediatos, a fixação do preço de emissão e o desconhecimento do mercado. No entanto, também afirma que a abertura de capital pode se transformar em uma forma permanente de capitalização de recursos, permitindo que a empresa mantenha um saldo de disponibilidades para futuros investimentos, além da consequente divisão dos riscos com os novos sócios, que virão a adquirir ações da companhia.

Sob essa dicotomia, surge então a situação problema que norteou esse trabalho e a qual poderá contribuir com aquelas empresas que se encontram no limiar entre abrir ou não seu capital: **Quais os indicadores econômico-financeiros que apontam para a Oferta Pública Inicial (*IPO*) de uma sociedade anônima de capital fechado?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Determinar e analisar os indicadores econômico-financeiros que apontam para a Oferta Pública Inicial (*IPO*) de uma sociedade anônima de capital fechado.

1.2.2 Objetivos específicos

1. Apresentar a empresa examinada, seu histórico, atuação e demonstrativos econômico-financeiros;
2. Determinar indicadores de referência para a análise e comparação dos demonstrativos econômico-financeiros;
3. Estabelecer critérios econômico-financeiros para a *IPO*, com base nos indicadores analisados;
4. Fornecer o parecer sobre a *IPO*, por meio desses critérios, para a empresa que é objeto de estudo.

1.3 JUSTIFICATIVA

O Brasil dispõe de um grande número de empresas com potencial de expansão do seu capital, sendo que, parte delas, inclusive, têm migrado para o patamar de sociedades anônimas. Ainda assim, conforme dados da CVM (2015), até o ano de 2015, apenas 600 são as companhias que ofertam ações na BOVESPA.

É evidente, portanto, que a abertura de capital de uma empresa, ou seja, a disponibilização de ações na Bolsa de Valores, ainda é restrita a poucas companhias que se aventuram no desconhecido campo da negociação de papéis no mercado de capitais.

Vê-se aqui então a relevância desse trabalho, podendo essa ser atestada pela possibilidade de fornecer indicadores, capazes de auxiliar na tomada de decisão dentro de grandes empresas que especulam um possível ingresso no mercado de ações.

Não obstante, o crescimento das corporações sul brasileiras indica a conjuntura econômico-financeira atual da região como oportuna para a realização

desse estudo. Tal crescimento pode ser averiguado por meio dos dados fornecidos pelo ranking empresarial 500 Maiores do Sul – Grandes & Líderes, realizado anualmente pela revista Amanhã e PwC. Esse ranking leva em consideração, dentre diversos indicadores, principalmente, o balanço patrimonial, a regionalização, a comparabilidade e os aspectos contábeis.

Conforme a tabela de classificação do ano de 2015, dentre as 10 maiores empresas da região sul do Brasil, quatro são empresas catarinenses. Entre as quatro maiores de Santa Catarina, por sua vez, três delas são empresas registradas na CVM e listadas na BOVESPA, sendo elas: BRF S.A., WEG S.A. e Tractebel Energia S.A. (AMANHÃ E PWC, 2015)

Entretanto, ainda de acordo com dados da BOVESPA (2015), entre os anos de 2010 a 2015, nenhuma empresa catarinense realizou o processo de abertura de capital, possibilitando aferir a partir do exposto até o momento que, nos últimos cinco anos, as grandes companhias catarinenses têm apresentado bons índices de crescimento, mas ainda permanecem hesitantes quanto ao processo de *IPO*. Logo, averiguar os motivos que desencorajam essas empresas a abrirem seu capital, bem como a possibilidade de oferecer material para que possam ingressar de forma estratégica no mercado de capitais, são levantamentos que reforçam a oportunidade da realização do presente estudo.

Em consonância a isso, há ainda a possibilidade de o autor utilizar a empresa SETEP Construções S.A. como objeto de estudo, tanto por meio da coleta de dados da empresa, quanto pelo acompanhamento do trabalho dos dirigentes da mesma. Além disso, a corporação em questão está entre as já comentadas sociedades anônimas de capital fechado em ascensão no estado de Santa Catarina.

Listada também no ranking empresarial das 500 Maiores do Sul – Grandes & Líderes, a SETEP Construções S.A. ocupa atualmente a 331ª posição, estando entre as 100 Maiores de Santa Catarina, como 77ª colocada. Com base nisso, é compreensível que os resultados obtidos pela análise com vistas à empresa em questão, derivaram índices compatíveis com as empresas que se encontram em um patamar semelhante de desenvolvimento.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 A ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA

Dentro da administração, um dos recursos mais valiosos ao empreendedor é a utilização de estratégias. E pensar em estratégia empresarial sem levar em consideração a situação financeira da empresa pode induzir qualquer companhia a sua insolvência. Portanto, a capacidade de avaliar as melhores escolhas, sabendo que o objetivo de toda empresa é a geração de lucro, pode ser entendida como a base das finanças empresariais. Em resumo, pode-se investigar a administração financeira com a seguinte pergunta: “quais são as características das atividades que criam valor?” (ROSS, 2000, p. 37-38).

Para Morante e Jorge (2007), a gestão dos recursos movimentados por todos os setores da empresa é tarefa essencial da administração financeira. Deve compreender, por um lado, os meios de obtenção dos recursos necessários ao desenvolvimento da empresa e, por outro, a participação na formulação das estratégias que otimizem a aplicação desses recursos.

Hoji (2014, p. 3) entende que “para a administração financeira, o objetivo econômico das empresas é a maximização de seu valor de mercado, pois dessa forma estará sendo aumentada a riqueza de seus proprietários”. Para ele, os proprietários esperam que seu investimento conceda um retorno proporcional ao risco que assumiram ao aplicar seu capital, por meio da geração de resultados econômicos e financeiros positivos. Desse modo, nota-se que o viés que norteia os estudos do campo da administração financeira diz respeito, mais precisamente, às análises pertinentes ao maior potencial gerador de lucro em projetos e investimentos escolhidos pela empresa e seus diretores.

2.1.1 O papel do administrador financeiro

O papel de administrar financeiramente uma empresa está comumente vinculado a altos executivos que compõem o organograma da corporação, ou, certas vezes, aos postos do nível tático. Sendo assim, podem ser diretores ou vice-presidentes financeiros, ou ainda, gerentes e *controllers*. A esses postos pode-se atrelar a denominação de administrador financeiro (ROSS, 2000).

Tal tarefa consiste, principalmente, em analisar, planejar e controlar as finanças da empresa, bem como tomar decisões pertinentes aos investimentos e financiamentos da companhia (HOJI, 2014). Não obstante, Ross (1995, p. 28) considera que “a tarefa mais importante de um administrador financeiro seja criar valor a partir das atividades de orçamento de capital, financiamento e liquidez da empresa”. Partindo desses conceitos, surge a questão: como um administrador financeiro pode criar valor?

Ainda, Groppelli e Nikbakht (2002) afirmam que a meta do administrador financeiro deve ser a obtenção do mais alto valor possível para cada ação distribuída entre os investidores da empresa. Conquanto, os autores ressaltam que não há regras padronizadas que indiquem o rumo a ser seguido pelos administradores. Para eles, conhecer os investidores e saber como eles avaliam os atos da administração da corporação deve ser o ponto de partida para a obtenção de valor.

Ross (1995) destaca duas formas principais de um administrador financeiro exercer sua função de gerador de valor: procurar por ativos que possam gerar mais capital do que seu custo – ou seja, lucro - e negociar ações e outros instrumentos financeiros que propiciem rentabilidade. Assim, o autor conclui que, para que o administrador possa executar tais tarefas é imprescindível que a empresa gere um fluxo de caixa maior do que o volume de capital necessário às aplicações.

Cabe ao administrador financeiro, portanto, decidir como levantar recursos para que possa manter seu fluxo de caixa superavitário. Seja por meio de financiamentos ou captação de investimentos externos, é fundamental que o administrador financeiro analise também as despesas associadas aos tipos de recursos escolhidos (ROSS, 2000).

2.2 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Como relata Fortuna (2002, p. 3), “O modelo bancário trazido ao Brasil pelo Império foi o europeu. Entendiam-se como atividades básicas de um banco as operações de depósito e empréstimos [...]. Outros serviços praticamente inexistiam”. Segundo ele, tal cenário permaneceu instalado até meados do século XX, onde, com a euforia proveniente do pós-guerra, o progresso incitava consideráveis transformações.

Pinheiro (2002) diz que o SFN brasileiro tem sua origem determinada por um alvará publicado em 1808, pelo então Príncipe Regente D. João VI, cujo conteúdo trata da criação do primeiro banco nacional, denominado Banco do Brasil. Não obstante, Andrezo e Lima (2007) ressaltam que os marcos mais importantes na história do SFN ocorreram na década de 60.

Fortuna (2002) corrobora tal assertiva alegando que apenas em meados dos anos 50, portanto, que o Brasil começou a apresentar posicionamentos econômicos mais concretos, solidificando assim o seu potencial econômico. Com o Decreto-Lei nº 7.293, de 1945, dá-se origem a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), na esperança de suprimir critérios inadequados de fiscalização, oriundos da década de 20, por advento da Inspeção Geral de Bancos. Com isso, o Sistema Financeiro Nacional é solidificado definitivamente.

Para Andrezo e Lima (2007), além do cenário político instável da década de 60, marcado principalmente pela intervenção militar, os diagnósticos econômicos apontavam para a necessidade latente de reformas no mercado financeiro. Segundo o autor, o primeiro governo do regime militar, instaurado em 1964, o responsável por estruturar tais reformas, imprescindíveis para a consolidação do SFN brasileiro.

Com as leis nº 4.595, de 1964, e 4.728, de 1965, foram estabelecidas, respectivamente, a reforma bancária e do Mercado de Capitais, estabelecendo uma política que encerrava a controvérsia quanto às instituições financeiras, sobre a adoção do modelo financeiro europeu ou do americano. Foram essas leis que determinaram o segmento de capital de giro e operações de curto prazo. Em 1965 nascem os bancos de investimento e, anos mais tarde, em 1969, surgem as associações de poupança e empréstimo. Entretanto, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) já existia desde 1951, assim como o Banco Nacional da Habitação (BNH) – atualmente, absorvido pela Caixa Econômica Federal (CEF) - já operava a partir de 1964 (FORTUNA, 2002).

O que se depreende, portanto, é que a estrutura atual do SFN resulta da reforma institucional de 1964 e 1965, onde se criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN), além da posterior incorporação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ao quadro institucional, em 1976 (LAGIOIA, 2011).

Quanto a estrutura do SFN, Assaf Neto (2007) afirma que pode ser decomposta em dois grandes subsistemas, cada qual com suas atribuições, sendo

eles: subsistema normativo e subsistema de intermediação. No primeiro, encontram-se as instituições que conformam as diretrizes e normativas para o pleno funcionamento das instituições financeiras no Brasil. Compõem esse subsistema, segundo Fortuna (2002), o CMN, o BACEN, a CVM, o Conselho de Recursos do SFN, a SUSEP e a SPC.

O segundo subsistema, o de intermediação, é desdobrado em outras duas categorias: a de agentes especiais e as demais instituições financeiras. Aquela é composta pelo Banco do Brasil, BNDES e pela CEF; esta compreende bancos múltiplos, bancos comerciais públicos e privados, bolsas de valores, dentre outras instituições (FORTUNA, 2002).

2.3 O MERCADO DE CAPITALIS BRASILEIRO

Casagrande Neto (2000, p. 21) define o mercado de capitais da seguinte forma:

O mercado de valores mobiliários, também chamado de mercado de capitais, compreende o conjunto de operações com valores mobiliários, ou seja, ações, outras participações societárias, debêntures, notas promissórias (*commercial papers*), bônus, opções e outros compromissos securitizados. Estas operações realizam-se predominantemente em mercados organizados e bolsas, sendo que os principais participantes são os chamados investidores institucionais [...] e empresas de grande porte [...], havendo também a presença dos investidores do varejo [...].

Para Barros (1970), o mercado de capitais é apenas uma parcela do mercado financeiro, sendo essa, aquela em que os agentes econômicos se relacionam na tentativa de intercambiar recursos. Segundo ele, nesse mercado “Os particulares adquirem títulos ou imóveis, as empresas ampliam suas instalações e os governos empregam-nos em obras permanentes” (BARROS, 1970, p. 36).

Dentro do SFN, Toledo Filho (2006) caracteriza a composição do mercado de capitais brasileiro em cinco principais entidades, as quais serão apresentadas a seguir.

2.3.1 Comissão de Valores Mobiliários

Criada pela Lei nº 6.835, em 07/12/1976, a Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade que regula e fiscaliza o mercado de capitais brasileiro,

especificamente no que concerne às sociedades de capital aberto (FORTUNA, 2002).

Santos (1999) afirma que a regulamentação e fiscalização permanente das atividades e serviços do mercado de valores mobiliários, assim como o fornecimento de informações que dizem respeito ao comportamento do mercado, são as atribuições primeiras da CVM. Além disso, completa afirmando que a inspeção e fiscalização das companhias abertas estão também entre as obrigações do referido órgão.

Ainda, a tarefa de registrar novas empresas que virão a negociar papéis em bolsa, além do registro de Ofertas Públicas Iniciais (*IPO's*), registro de auditores, consultores e analistas, é delegada também a CVM (CASAGRANDE NETO, 2000).

Em suma, a Comissão de Valores Mobiliários, conforme definição fornecida em sua página da internet, é uma entidade autárquica que tem como objetivo “[...] fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil” (CVM, 2015).

2.3.2 Bolsa de valores

Ainda que o Conselho Monetário Nacional tenha possibilitado que as bolsas brasileiras pudessem ser convertidas em sociedades anônimas, em sua maioria, ainda são associações civis, sem fins lucrativos. Similares a clubes, seu patrimônio é distribuído por meio de títulos adquiridos por corretoras (TOLEDO FILHO, 2006).

Dentre as atribuições inerentes às bolsas estão: a manutenção de local ou sistema propício para a efetivação das operações ligadas aos papéis negociáveis, dotar o referido local ou sistema com todos os meios capazes de prover eficiência às operações, estabelecer sistemas que propiciem a continuidade de preços e liquidez, divulgar operações com rapidez, dentre outras atividades autorizadas pela CVM (SANTOS, 1999).

Atualmente, o Brasil dispõe de uma única bolsa de valores, a BM&F BOVESPA, a qual pode ser qualificada como uma companhia administradora de valores mobiliários e derivativos. Além disso, realiza registro, compensação e liquidação de operações, sendo a garantidora da liquidação financeira das negociações por ela intermediadas (BOVESPA, 2015).

2.3.3 Sociedades corretoras

As sociedades corretoras remetem ao antigo cambista medieval, responsável por realizar a troca de moedas e títulos. Essa figura, no Brasil, existira desde os tempos do Império, transformando-se em cargo público com a proclamação da República. Mas com a Lei nº 4.728, de 1965, extinguiu-se a figura do corretor de fundos públicos, dando lugar às sociedades corretoras (TOLEDO FILHO, 2006).

Seus objetivos podem ser classificados entre quatro áreas de atuação, segundo Toledo Filho (2006): mercado aberto, câmbio, administração de carteiras e fundos, e lançamento de ações ao público. Além disso, elas detêm o privilégio legal de operarem com exclusividade nas bolsas de valores. Dessa forma, só é possível a negociação nas bolsas de valores pela intermediação de uma corretora.

Para Casagrande Neto (2000, p. 23), a função primordial das sociedades corretoras é:

[...] promover, de forma eficiente, a aproximação entre os compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, dando a estes negociabilidade adequada por meio de leilões realizados em recinto próprio (pregão das bolsas de valores). Dessa forma, as sociedades corretoras exercem o papel de unificadoras do mercado, dando segurança e liquidez aos títulos transacionados.

Fortuna (2002) enfatiza que são essas sociedades as responsáveis por intermediar as negociações de títulos e valores mobiliários entre terceiros e bolsas de valores, e reforça que sua constituição é autorizada pelo BACEN e sua atuação regulada pela CVM

2.3.4 Sociedades distribuidoras

Semelhante às sociedades corretoras, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários são firmas cuja autorização para atuação é concedida pelo Banco Central, o qual “[...] também estipula os capitais mínimos a que estão obrigadas em função da região que atuam” (CASAGRANDE NETO, 2000).

Segundo Fortuna (2002), sua faixa de atuação é mais restrita, se comparadas às sociedades corretoras, tendo em vista que, ao contrário dessas, não dispõem de acesso às bolsas de valores. Suas operações compreendem a

subscrição de emissão de títulos e valores mobiliários, intermediação da colocação de emissão de capital no mercado e operar no mercado aberto, desde que atendam às exigências do Banco Central.

2.3.5 Agentes autônomos

Agentes autônomos são pessoas físicas, independentes de vínculo empregatício, mas credenciadas por corretoras, distribuidoras, bancos e financeiras. Têm como função disponibilizar ao mercado títulos ou cotas sob o comando de seus respectivos credenciadores. São comumente encontrados em municípios interioranos, onde se torna inviável a abertura de sociedades que disponibilizem esse tipo de serviço (TOLEDO FILHO, 2006).

Em suma, são agentes que atuam de forma semelhante às sociedades corretoras, intermediando as negociações de títulos e valores mobiliários, mediante tutela de instituições responsáveis pelo credenciamento de tais agentes. A atuação desses agentes equipara-se à de qualquer instituição financeira, conforme Lei nº 4.595/65 (CASAGRANDE NETO, 2000).

2.4 INVESTIMENTOS CORPORATIVOS

Construir uma definição precisa de investimento, segundo Barros (1970) não é tarefa das mais simples. Até mesmo dentro da área das finanças o termo ainda encontra acepções diversas, dificultando uma possível convenção. O autor ressalta essa divergência alegando que o termo *investimento* apresenta significado diverso inclusive entre economistas, empresários e investidores.

Munn (apud BARROS, 1970, p. 65) em sua *Encyclopedia of Banking and Finance* apresenta a seguinte definição:

Investimento: Num sentido amplo é o emprego de capital com o objetivo de ganho, seja num negócio, em uma fazenda, em imóveis, em obrigações governamentais ou industriais, em ações de companhias de petróleo, em mercadorias, ou, até mesmo, em instrução. Num sentido mais restrito, é uma aquisição de propriedade com o objetivo de renda, sempre, porém, com a finalidade de eliminar riscos contra a segurança do capital – no que se distingue da especulação.

Para Kamm (1957, apud BARROS, 1970), investimento pode ser entendido como a aplicação de capital em propriedades, na expectativa de sua

valorização ou proteção, sempre com vistas à redução dos riscos iminentes.

Para Lagioia (2011), importante se faz salientar também a figura do especulador, o qual trata-se de um investidor disposto a assumir riscos elevados em busca de ganhos na mesma proporção. Essa aplicação, porém, não contribui para a estruturação do mercado, criando apenas fórmulas artificiais que assegurem a lucratividade de seus investimentos em curto ou curtíssimo prazo.

As definições descritas acima, para Barros (1970), são orientadas conforme a visão do investidor, ou seja, aquele que aplica recursos para a formação de um empreendimento. Sob a ótica do empresário, ele mesmo pode ser o financiador, atrelando para si os atributos do investidor também. Entretanto, o autor afirma que, o que se vê ocorrer é a formação de sociedades cujo capital inicial é fornecido por terceiros, atestando a relação entre empresário e investidor: estes com vistas a possível valorização de seu capital e aqueles com a atenção voltada às questões técnicas e mercantis. Barros (1970, p. 67) completa essa caracterização distinguindo empresários e investidores da seguinte forma:

Quem deseja realizar um empreendimento assume riscos e trabalhos (inclusive o de mobilizar capitais de investimento) que um investidor não deseja assumir para aplicar seu capital. Montar uma fábrica para industrializar produtos alimentícios é realizar um empreendimento; aplicar capital na compra de ações dessa empresa é realizar um investimento. [...] Quem investe aplica recursos em negócios ou empreendimentos de terceiros [...]. Ao empreendedor incumbem os riscos, as responsabilidades, os trabalhos e as vantagens da iniciativa; ao inversor interessam apenas as possibilidades financeiras que o negócio ou empreendimento possam oferecer aos seus capitais.

Com base em tais argumentos, pode-se entender as diferentes atribuições daquele que empreende e daquele que investe. Ainda assim, com as decisões gerenciais que garantirão a continuidade de uma companhia, pode caber ao administrador financeiro, no papel de assessor daqueles empresários que planejam a sobrevivência de seu empreendimento, ocupar a posição de investidor, visando assim a aplicação de recursos em investimentos que possam gerar a devida valorização sobre o montante inicial. Nesse caso, a figura do empreendedor se funde a do investidor para que os resultados da empresa possam ser maximizados, reinvestidos e distribuídos aos seus sócios (CASAGRANDE NETO, 2000).

Segundo Sousa (2007), em meio às inúmeras mudanças ocorridas no ambiente empresarial, mais especificamente na área financeira, deve-se destacar a busca pelo *valor* da empresa, representando uma evolução em relação a simples

corrida pelo lucro. Para o autor, não significa que o lucro tenha perdido importância. O que mudou, e ainda precisa mudar, é o conceito do que se entende por lucro e retorno. A visão empresarial atual amplia esse conceito e tenta direcioná-lo a *criação de valor*.

Além disso, um acionista ou quotista que injeta seu dinheiro em uma companhia toma tal decisão com base na satisfação daquilo que almeja obter com essa aplicação. Não espera apenas vislumbrar seu capital multiplicar-se sem que, anos depois, possa receber o retorno sobre o investimento para a realização de objetivos pessoais. Mas sim, que seu capital crie valor sobre si mesmo e possa esse lucro ser resgatado ou reinvestido. Dessa forma, é compreensível que uma empresa tenha que elaborar políticas para distribuição de seus resultados, a fim de atender suas demandas de reinvestimento e capitalização quanto à expectativa de seus investidores (TOLEDO FILHO, 2006)

2.4.1 Características dos investimentos

Barros (1970) apresenta seis características que considera essenciais em qualquer investimento, que são: segurança, renda, valorização, impostos, conversibilidade e facilidade de administração. A segurança pode ser entendida como a capacidade de um investimento em manter intacto o capital nele aplicado. Ainda que esta segurança possa variar de uma classe de investimentos para outra, de um modo geral, um investimento pode ser considerado mais seguro pela proporção do patrimônio que o garante e pela especificidade dessa garantia.

A questão da renda, segundo Barros (1970), pode ser entendida como dinheiro, ou vantagens conversíveis em dinheiro, obtidas por meio dos montantes investidos. Assim como a segurança, é uma questão que varia conforme o tempo, sob a influência de diversos fatores. Já a valorização, diz respeito ao retorno que poderá ser obtido por meio da aplicação em determinado investimento. Aqui, entretanto, analisa-se especificamente a propriedade de aumento do capital aplicado, sem avaliar, necessariamente, qual será o retorno gerado.

Oliveira (1979) trata a valorização como rentabilidade, a qual consiste na avaliação do fluxo de renda futura, e onde se deve dimensionar esse fluxo de forma a localizá-lo no período em que ocorrerá. Ainda, analisar a rentabilidade auxilia na padronização dos valores retornados no tempo do investimento e relaciona os

rendimentos com o capital investido.

Impostos não são comumente elencados pelos especialistas em finanças, muitas vezes por tê-los como fator secundário ou até por considera-los como características englobadas por outros fatores, conforme Barros (1970) relata. Contudo, se a questão tributária não for levada em consideração pode-se incorrer no falseamento de toda uma análise de investimentos. Como forma de elucidar a relevância da análise tributária, Barros (1970, p. 73) dá o seguinte exemplo:

As ações ordinárias de uma companhia dão um dividendo de 12% ao ano. Se a ação for nominativa e de uma companhia de capital aberto, não pagará imposto de renda na fonte, mas apenas na declaração do contribuinte, a menos que o investidor opte, por escrito, por pagar imposto apenas na fonte, caso em que a tributação será de 15%; se for portador, e ele não se identificar ao receber o dividendo, sofrerá desconto na fonte de 15% ou de 25%, dependendo de a companhia ser ou não de "capital aberto".

Oliveira (1979) fala que poucos são os investidores que preferem manter seu capital aplicado por muito tempo em um mesmo investimento. Existem inúmeras razões para que ele queira reaver seu desembolso, e para que isso seja possível, é necessário que o investimento seja atrelado a capacidade de liquidez. Barros (1970) também afirma que a possibilidade de transformar o capital investido em dinheiro novamente é atributo essencial para muitos investidores, entretanto, designa tal capacidade como conversibilidade.

Por fim, a facilidade de administrar os investimentos escolhidos pode afetar o valor aplicado conforme os diferentes tipos de investidor. Barros (1970, p. 73) afirma que "[...] o conhecimento, o tempo e as despesas exigidas para administrar uma mesma quantia são muito diferentes para cada tipo de aplicação [...]". Com isso, a decisão de optar por um entre os variados tipos de investimento deve levar em consideração, também, as competências do investidor.

2.4.2 As opções de investimento

Para Sousa (2007, p. 15) "As decisões de investimento de capital, em sua maioria, subordinam-se ao planejamento operacional [...]". Optar por investir o capital de uma empresa, portanto, deve ser uma decisão atrelada ao planejamento operacional e estratégico da corporação, de forma que os objetivos estejam sustentados pela viabilidade financeira.

Barros (1970) apresenta uma classificação para os tipos de investimento

segmentada em cinco classes: aplicações prioritárias, imóveis, hipotecas, valores e títulos de participação. Tendo em vista o viés do presente trabalho, ater-se-á a classe de valores, objetivando chegar à subclasse que diz respeito ao processo de abertura de capital: as ações.

Denominam-se valores, ou valores mobiliários, aqueles papéis que são negociados em bolsa de valores. Essa classe é mais ampla e variada quanto à opção de investimentos, sendo caracterizada, principalmente, por sua elevada conversibilidade, ou seja “[...] nenhum tipo de investimento das outras classes é mais fácil de comprar ou de vender [...]” (BARROS, 1970, p. 83). O autor justifica essa alta liquidez afirmando que, enquanto imóveis e hipotecas, por exemplo, estão representados por contratos, os valores são representados por certificados, o que confere a estes uma circulação facilitada. Todas essas opções fundamentam-se em contratos baseados nas leis e princípios do direito, porém, para os valores essa subordinação é tácita, resultando em maior simplicidade em suas transações.

A classificação de Barros (1970) considera as seguintes subclasses, dentro da classe de valores:

Quadro 1 – Subclasses compreendidas pela classe de valores

SUBCLASSES DE VALORES
Apólices e Obrigações
Letras, Promissórias e Bônus
Debêntures
Letras de Câmbio
Letras Imobiliárias
Certificado de Depósito a Prazo Fixo
Certificado para Compra de Ações
Ações Preferenciais
Ações Ordinárias
Partes Beneficiárias
Direitos de Subscrição
Opções para Subscrição de Ações

Fonte: Adaptado de Barros (1970).

2.4.3 Ações

Dentre as diversas definições sobre o que é uma ação, Pinheiro (2002, p. 111) traz uma conceituação objetiva para ações: “são títulos de participação negociáveis, que representam parte do capital social de uma sociedade econômica, que confere ao seu possuidor o direito de participação nos resultados da mesma”.

Segundo Fortuna (2002), as ações são papéis que representam o capital de uma empresa, dita de capital aberto, por ter seus títulos negociados em bolsa de valores. Desta forma, a companhia está sujeita às exigências quanto a publicidade de informações, para que investidores possam fazer uso de tais dados no momento em que decidem por aplicar ou não seu capital em determinada ação.

Em termos técnicos, ações são “[...] títulos normativos, negociáveis, representativos da propriedade de uma fração do capital social de uma sociedade por ações. [...] Distribuem ao acionista dividendos, bonificações e juros sobre o capital próprio” (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 49)

O acionista, por sua vez, é caracterizado por Barros (1970) como aquele que, em paridade de condições, participa como os demais acionistas de sua categoria, dos lucros e dividendos distribuídos pela sociedade, ou aqueles acumulados sob a forma de reserva. Por meio das ações, reforça o autor, os lucros não distribuídos, que se acumulam em forma de reservas, são os responsáveis por auxiliar no desenvolvimento da companhia, afetando também no aumento e valorização de seu patrimônio. Esta valorização, conseqüentemente, se traduz em alta no valor cotado das ações da empresa.

A respeito disso, Fortuna (2002) ressalta que o preço de uma ação é formado pelas condições de mercado as quais representam, em determinado momento, as condições da empresa e do setor econômico em que se insere, bem como a situação econômica do país.

Conforme Oliveira e Pacheco (2006), os tipos de ações são, basicamente, dois: ações preferenciais e ações ordinárias. Estas garantem ao seu possuidor o direito ao voto em assembleias, onde são aprovados o balanço patrimonial e as demonstrações de resultado do exercício, bem como a participação nos resultados da companhia. Aquelas dão ênfase à participação nos resultados, não concedendo o direito ao voto. Estabelecem também a capacidade do reembolso como preferência, em caso de liquidação da empresa.

2.5 ABERTURA DE CAPITAL

Sobre a abertura de capital, Casagrande Neto (2000, p. 39) diz que:

[...] pode ocorrer não só pela colocação de novos valores mobiliários em subscrição pública, o que caracteriza o mercado primário, como também pela distribuição pública de um lote de ações ou debêntures já existentes, detido por um acionista controlador ou pessoa equiparada ou em tesouraria.

Em outras palavras, para Casagrande Neto (2000), companhia aberta, é aquela que dispõe seus valores mobiliários – sejam eles já existentes ou não – para distribuição pública e que são admitidos em bolsas de valores para negociação. Dentro dos valores mobiliários se enquadram os bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias, partes beneficiárias, títulos de investimento, *Brazilian Depositary Receipts* (BRDs) e, por fim, as ações.

2.5.1 Por que abrir capital?

Para Lagioia (2011), a empresa que abre seu capital adquire enorme vantagem sobre a concorrência, principalmente levando-se em conta a adversidade do cenário econômico brasileiro, cuja instabilidade causa a variação constante do custo do capital emprestado por bancos. O autor afirma que, observando-se o passado do Brasil, fica evidente que a abertura de capital de muitas empresas nacionais representou a alavanca fundamental para o seu desenvolvimento.

Casagrande Neto (2000) diz que, para grandes companhias, em determinado momento de sua história, a autossuficiência financeira torna-se atributo difícil de ser mantido. As proporções dos investimentos se tornam cada vez maiores e a busca por aportes financeiros deve acompanhar essa marcha, evitando o descompasso entre investimentos e disponibilidades.

Brealey, Myers e Allen (2013) afirmam que, a abertura de capital pode ocorrer para permitir que o lucro dos acionistas seja ainda maior. Entretanto, existem outros benefícios inerentes a abertura de capital, como a utilização do preço das ações como referência para o desempenho da empresa, além do fato da abertura de capital exigir maior publicidade das informações financeiras da corporação, ampliando as opções e oportunidades de financiamento e obtenção de crédito junto

a fornecedores.

Partindo dos pressupostos elencados acima, a decisão de abertura de capital, segundo Casagrande Neto (2000), envolverá dois aspectos: técnico e subjetivo. O aspecto técnico deve levar em consideração, para Casagrande Neto (2000, p. 40) “[...] os cálculos de viabilidade de projetos, as taxas de retorno, fontes de financiamento, custos, disponibilidade de recursos, preço de emissão [...]”. Os aspectos subjetivos, estão relacionados aos assuntos pertinentes a cultura da empresa, ou ainda, a disposição dos sócios em assumir os riscos inerentes ao processo, ainda que a abertura de capital possa pulverizar os riscos entre os futuros acionistas. Não obstante, para o autor, cabe também a administração da companhia fornecer informações ao público, como a apresentação de balanços e demonstrativos financeiros.

Dentre os pontos favoráveis ao processo de abertura de capital, Lagioia (2011) destaca:

Quadro 2 – Vantagens da abertura de capital (*IPO*).

VANTAGENS À IPO
Propiciar novas fontes de recursos para investimentos
Permitir a reestruturação de passivos
Aumentar a capacidade de endividamento
Proporcionar liquidez patrimonial para os acionistas
Flexibilizar arranjos societários
Fortalecer a imagem institucional
Aumentar o nível de profissionalização dos seus funcionários
Participação acionária dos funcionários

Fonte: Adaptado de Lagioia (2011).

Captar permanentemente recursos externos é uma das mais relevantes contribuições da abertura de capital. Se conduzida da forma correta, pode oferecer capital para novos investimentos e também para a reestruturação de passivos inadequados. Além disso, por não representarem uma obrigação a ser quitada, a interferência de taxas de juros e câmbio não ocorre, diferentemente dos recursos obtidos por empréstimos e financiamentos bancários (LAGIOIA, 2011).

Não obstante, optar por distribuir ações significa dividir os riscos com os futuros acionistas. Indiretamente, quando a empresa passa a atender às exigências

dos programas de relação com investidores, torna-se, conseqüentemente, “[...] mais visível, suas informações financeiras ganham mais credibilidade e o acesso ao mercado internacional fica facilitado” (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 40-41).

A abertura de capital oferece também, segundo Toledo Filho (2006), a conversibilidade do patrimônio do acionista em espécie, sendo que, com a valorização do título no mercado de ações, o acionista tem a possibilidade de negociar sua ação com outros investidores. Dessa forma, dirigentes acionistas podem converter seus papéis em dinheiro com mais facilidade.

Por outro lado, a abertura de capital não está entre as opções mais procuradas pelas empresas brasileiras, em se tratando de captação de recursos. Conforme dados da BOVESPA, até o ano de 2015, pouco mais de 600 empresas efetuaram registro junto a CVM para a negociação de papéis em bolsa. Um número que pode ser considerado pequeno, se comparado à quantidade de empreendimentos espalhados pelo território brasileiro (BM&F BOVESPA, 2015).

Segundo Brealey, Myers e Allen (2013, p. 336):

Embora haja vantagens de se ter um mercado para ações, não devemos passar a impressão de que as empresas, em todas as partes, desejam abrir o seu capital. Na Itália, por exemplo, há apenas um décimo de empresas listadas em bolsas em relação a Inglaterra, embora as economias tenham praticamente a mesma dimensão.

Gropelli e Nikbakht (2002) apontam os custos e obrigações inerentes aos direitos dos acionistas como um dos motivos que desencoraja as organizações a abrirem seu capital. Para eles, as ações emitidas geram restrições a empresa para que se assegure o pagamento dos dividendos aos seus acionistas, além do fato de exigir-se esforço infindável por parte da gestão financeira para que a organização se mantenha em posição favorável à sua liquidez financeira.

Para Casagrande Neto (2000), além dos custos e obrigações aos quais a empresa será submetida, existem também quatro grandes obstáculos para que as empresas brasileiras procurem a abertura de capital. São eles: a estrutura empresarial brasileira, a falta de necessidade imediata de recursos, a fixação do preço de emissão e o desconhecimento do mercado.

Lagioia (2011) destaca ainda que a falta de confidencialidade nos assuntos da companhia e o receio da perda de controle da companhia por conta da divisão do patrimônio, constituem-se também em desvantagens associadas à avaliação do processo de abertura de capital.

2.6 DEMONSTRAÇÕES ECONÔMICO-FINANCEIRAS

Segundo Matarazzo (2010), as demonstrações econômico-financeiras são responsáveis por fornecer dados financeiros e contábeis sobre a empresa, a partir dos quais o gestor financeiro poderá utilizar dos métodos de análise para transformar dados em informações úteis à tomada de decisão.

Brealey, Myers e Allen (2013) ressaltam que administradores financeiros competentes devem elaborar planos de atuação com vistas ao futuro e a saúde da empresa. Para os autores, os gestores de finanças devem conferir a disponibilidade de fundos para liquidação de encargos fiscais ou dividendos, bem como avaliar a capacidade de investimentos os quais a empresa poderá realizar ao longo dos anos. Com base nisso, afirmam que por meio das demonstrações financeiras se pode entender a situação atual da empresa e estimar o seu futuro, auxiliando assim no planejamento tanto de curto, quanto de longo prazo, elaborado pelos gestores.

Blatt (2001) também reconhece a importância do planejamento financeiro e reforça que as demonstrações financeiras são as responsáveis por fornecer os dados de evolução – ou involução – da empresa, derivados do estudo de seu balanço patrimonial, balancetes, e outros demonstrativos utilizados para o levantamento desses dados.

2.6.1 Balanço patrimonial

Segundo Assaf Neto (2015, p. 63), o balanço patrimonial:

[...] apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento. A informação que esse demonstrativo fornece é totalmente estática e, muito provavelmente, sua estrutura se apresentará relativamente diferente algum tempo após seu encerramento. No entanto, pelas relevantes informações de tendências que podem ser extraídas de seus diversos grupos de contas, o balanço servirá como elemento de partida indispensável para o conhecimento da situação econômica e financeira de uma empresa.

Carlberg (2003) destaca que o balanço resume a posição econômica de uma empresa, assemelhando-se a uma fotografia das atividades financeiras no último exercício. Denomina-se balanço pelo fato de suas duas principais divisões – ativo e passivo – caminharem em consonância, onde a diferença entre o total de

ambas as partes deve ser igual a zero.

Conforme Hoji (2014), no ativo, encontram-se, geralmente em forma decrescente de liquidez, os bens e direitos da empresa, de curto prazo – ativo circulante – e de longo prazo – ativo não-circulante. No passivo, ainda segundo o autor, estão compreendidas as obrigações da empresa, as quais representam o capital de terceiros, ou de acionistas, utilizado pela mesma. Do mesmo modo que o ativo, o passivo também é decomposto em obrigações de curto e longo prazo – circulante e não-circulante – e, além disso, também consta nessa seção a discriminação do patrimônio líquido – o capital próprio da empresa.

O balanço patrimonial, como demonstrativo dos ativos e passivos da empresa, possibilita aos investidores a observação da distribuição dos bens, direitos e obrigações, podendo assegurar que as alocações são sólidas, mais precisamente por meio do uso de indicadores capazes de assinalar aos acionistas se as decisões tomadas pelos gestores refletirão em bons resultados, ou seja, em maior geração de lucro (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2002).

A composição do balanço patrimonial, segundo Assaf Neto (2015), pode ser apresentada conforme os quadros abaixo:

Quadro 3 – Balanço patrimonial: ativo

BALANÇO PATRIMONIAL	EXERCÍCIO 2	EXERCÍCIO 1
ATIVO	-	-
CIRCULANTE	-	-
Caixa e equivalentes de caixa		
Clientes		
Adiantamentos		
Impostos a recuperar		
Estoques		
Outros direitos realizáveis		
Despesas do exercício seguinte		
NÃO CIRCULANTE	-	-
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	-	-
Outros direitos realizáveis		
INVESTIMENTOS	-	-
Investimentos		
IMOBILIZADO	-	-
Terrenos		
Edificações		
Máquinas e equipamentos		
Móveis e utensílios		
Veículos		
Depreciação acumulada		

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2015).

Quadro 4 – Balanço patrimonial: passivo

BALANÇO PATRIMONIAL	EXERCÍCIO 2	EXERCÍCIO 1
PASSIVO	-	-
CIRCULANTE	-	-
Fornecedores Salários e ordenados Impostos, taxas e contribuições Instituições financeiras Outras obrigações		
NÃO CIRCULANTE	-	-
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	-	-
Impostos, taxas e contribuições Instituições financeiras Tributos diferidos Outras despesas		
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	-	-
Capital realizado		
Reserva legal		
Reserva de lucros	-	-
De exercícios anteriores à disposição da assembleia Do exercício a disposição da assembleia		

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2015).

2.6.2 Demonstração do resultado do exercício (DRE)

Segundo Blatt (2001, p. 25) a demonstração do resultado do exercício “[...] mede os resultados líquidos das operações da empresa em um período específico de tempo [...]”. Para ele, a DRE é um resumo estruturado das receitas e despesas da corporação, deduzindo-se as despesas e tributos da receita bruta, levando ao resultado do exercício, ou ainda, o lucro obtido durante o mesmo.

Silva (2007) reforça que, com a análise do balanço patrimonial, se pode verificar a posição da empresa em determinado momento, enquanto que, por meio da DRE, se tem um acumulado das receitas, custos e despesas relativas a um período de tempo, indicando o resultado obtido durante esse exercício.

Assaf Neto (2015) explica que, os resultados auferidos durante o exercício serão transferidos para a conta do patrimônio líquido, descrita no balanço da empresa. O autor ainda ressalta que as receitas e despesas consideradas na DRE independem de sua realização financeira, tendo em vista a aplicação do regime de competência, o qual apropria receitas e despesas ao período em que são realizadas,

ainda que o recebimento ou pagamento não ocorra naquele exercício.

A demonstração dos resultados do exercício pode ser ilustrada da seguinte forma (HOJI, 2014):

Quadro 5 – Demonstração dos resultados do exercício (DRE)

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS DO EXERCÍCIO	EXERCÍCIO 2	EXERCÍCIO 1
Receita líquida da prestação de serviços		
Custo dos serviços prestados		
LUCRO BRUTO	-	-
Despesas gerais e administrativas		
Outras receitas e despesas		
RESULTADO ANTES DOS EFEITOS FINANCEIROS	-	-
Receitas financeiras		
Despesas financeiras		
RESULTADO ANTES DAS PROVISÕES DE IMPOSTOS, CONTRIBUIÇÕES E JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO	-	-
Provisão p/ IRPJ e CSLL - correntes		
Provisão p/ IRPJ e CSLL - diferidos		
REVERSÃO DE JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO		
LUCRO LÍQUIDO	-	-
Prejuízos das operações descontinuadas		
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	-	-
Lucro líquido por ação	-	-

Fonte: Adaptado de Hoji (2014).

2.6.3 Demonstração do fluxo de caixa (DFC)

A definição de demonstração do fluxo de caixa, para Groppelli e Nikbakht (2002, p. 350), é descrita como “[...] uma reestruturação e uma apresentação mais detalhada dos lançamentos encontrados em outros demonstrativos”. Os autores complementam alegando que tal demonstrativo, aliado ao balanço patrimonial e a demonstração de resultado do exercício, permite uma visão mais ampla do processo pelo qual a organização estrutura seu caixa em meio as operações, investimentos e financiamentos que realiza.

Matarazzo (2010) enfatiza que, o balanço exibe um momento estático da empresa, onde estão representadas a origem dos recursos e as aplicações do

mesmo. O instrumento que apresentará o quanto essas movimentações representam, em termos financeiros, é a demonstração do fluxo de caixa. Para o autor, o balanço não é claro o suficiente sobre a mudança de posição dos investimentos e financiamentos da empresa, ou seja, “[...] quais recursos adicionais de que a empresa se utilizou e onde os aplicou” (MATARAZZO; p. 33, 2010).

Segundo Assaf Neto (2015), o DFC possibilita que seja analisada a capacidade financeira da empresa em quitar suas obrigações junto a terceiros e seus acionistas, além da visualização de resultados de caixa futuros, operações atuais, posição de liquidez e solvência financeira. Helfert (2000) corrobora essas alegações dizendo que o DFC oferece um panorama dinâmico das mudanças mais recentes do caixa, as quais contribuíram para o resultado de determinado período.

Helfert (2000) constrói o seguinte modelo de DFC:

Quadro 6 – Demonstração do fluxo de caixa (DFC)

(continua)

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA	EXERCÍCIO 2	EXERCÍCIO 1
ATIVIDADES OPERACIONAIS	-	-
Lucro líquido do exercício	-	-
Ajustado por:		
Depreciação do período	-	-
Reversão dos juros s/ capital próprio	-	-
Ajuste de exercícios anteriores	-	-
Variação dos ativos e passivos		
Clientes	-	-
Adiantamentos	-	-
Impostos a recuperar	-	-
Estoques	-	-
Outros direitos realizáveis	-	-
Despesas do exercício seguinte	-	-
Fornecedores	-	-
Salários e ordenados a pagar	-	-
Impostos, taxas e contribuições	-	-
Outras obrigações	-	-

Quadro 6 – Demonstração do fluxo de caixa (DFC)

(conclusão)

ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS	-	-
Investimentos	-	-
Aumento do imobilizado	-	-
Redução do imobilizado	-	-
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS	-	-
Instituições financeiras	-	-
Recursos financeiros vinculados	-	-
Tributos diferidos	-	-
VARIAÇÃO NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	-	-
Saldo no início do exercício	-	-
Saldo no final do exercício	-	-

Fonte: Adaptado de Helfert (2000).

2.6.4 Demonstração do valor adicionado (DVA)

Assaf Neto (2015, p. 106) define, resumidamente, a demonstração do valor adicionado como a “[...] demonstração do quanto a empresa agregou de valor no período relacionado e informado”. O autor complementa afirmando que a DVA surge como forma de suprir uma lacuna em meio às demonstrações econômico-financeiras das empresas, uma vez que não há demonstrações que reúnam informações sobre valor agregado.

Ainda para Assaf Neto (2015), a DVA reporta ao usuário a criação de riqueza por parte da empresa e como tal riqueza fora distribuída aos agentes econômicos que ajudaram a cria-la. Para ele, essa demonstração pode ser um meio balizador para se mensurar quanto a empresa agregou de valor durante determinado exercício.

Hoji (2014) trata da composição da DVA afirmando que se deve apurar, inicialmente, o valor adicionado a distribuir, prosseguindo com a distribuição desse valor entre os grupos de contas favorecidos. Ao final, a soma dos valores lançados deve ser igual ao total do valor adicionado a distribuir. Para melhor representar sua afirmação, o autor exemplifica suas explicações por meio do modelo abaixo:

Quadro 7 – Demonstração do valor adicionado (DVA).

DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO	EXERCÍCIO 2	EXERCÍCIO 1
RECEITAS	-	-
Vendas de mercadorias, produtos e serviços		
Insumos adquiridos de terceiros		
Materiais consumidos		
Outros custos		
Energia		
Serviços de terceiros		
VALOR ADICIONADO BRUTO	-	-
Retenções		
Depreciações		
Amortizações		
VALOR ADICIONADO LÍQUIDO PRODUZIDO PELA ENTIDADE	-	-
Resultado da equivalência patrimonial		
Receitas financeiras		
VALOR ADICIONADO TOTAL A DISTRIBUIR	-	-
DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO	-	-
Pessoal e encargos		
Impostos, taxas e contribuições		
Juros e aluguéis		
Juros sobre capital próprio		
Juros retidos e prejuízos do exercício		

Fonte: Adaptado de Hoji (2014).

2.6.5 Demonstração de lucros ou prejuízos acumulados (DLPA)

Destinada a destacar, em um exercício, as mutações nos resultados acumulados de uma empresa, a demonstração dos lucros e prejuízos acumulados possibilita a observação clara do lucro de um período, avaliando sua distribuição e movimentação refletida no saldo da conta de lucros ou prejuízos acumulados (BLATT, 2001).

Assaf Neto (2015) diz que por meio da DLPA o gestor financeiro poderá promover uma integração entre o balanço patrimonial e a DRE, demonstrando a destinação do lucro apurado na DRE, em meio às contas discriminadas no balanço, seja identificando a parcela distribuída aos acionistas, ou aquela destinada ao reinvestimento. O autor apresenta o seguinte modelo de DLPA:

Quadro 8 – Demonstração de lucros ou prejuízos acumulados (DLPA)

DEMONSTRAÇÃO DE LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS	2015	2014
SALDO INICIAL	-	-
Ajuste de exercícios anteriores		
Parcela de lucros incorporada ao capital social		
Reversões de reserva		
Resultado líquido do exercício		
PROPOSTA DE DESTINAÇÃO DO LUCRO	-	-
Transferência para reservas		
Dividendos a distribuir		
Juros sobre capital próprio		
SALDO FINAL	-	-

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2015).

2.6.6 Demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL)

Sobre a demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL), Assaf Neto (2015) afirma que por meio desse instrumento são abarcadas as mutações inerentes ao patrimônio líquido, caracterizando os fluxos realizados entre uma conta e outra, além dos acréscimos e diminuições verificados no exercício. Conforme o autor, três são as variações que compõem a DMPL: as que elevam o patrimônio líquido, as que o diminuem e as que não o afetam.

Elevam o patrimônio líquido, segundo Assaf Neto (2015), aquelas que dizem respeito ao lucro líquido, aumento de capital por subscrição e integralização de novas ações, e ágio cobrado em subscrição de ações. Diminuem o patrimônio líquido o prejuízo líquido de um exercício, a aquisição de ações da própria sociedade, dividendos e correlatos. Por fim, o autor destaca como variações que não afetam o patrimônio líquido o aumento de capital por incorporação de reservas, as apropriações de lucro líquido da conta de lucros ou prejuízos acumulados para outras reservas, compensações de prejuízos por meio de reservas e afins.

Blatt (2001) alega que a DMPL não cria números, apresentando apenas as movimentações do patrimônio líquido. Ele reconhece como vantagem da aplicação da DMPL a sua capacidade de fornecer informações consistentes, as quais permitem a composição de conclusões acerca dos aumentos de capital e a destinação do lucro. Por meio da DMPL, ainda conforme o autor, se identifica o fluxo entre as contas indicadas por sua origem, além do valor creditado ou debitado do

patrimônio líquido.

Silva (2007) reitera que a divulgação da DMPL é obrigatória apenas às empresas de capital aberto, por exigência da CVM. Ainda, o autor alega que tal demonstração pode substituir a DLPA, pois, para fins de análise, a demonstração das mutações do patrimônio líquido “[...] é mais informativa e mostra as movimentações ocorridas com os lucros ou prejuízos acumulados e as movimentações ocorridas nas demais contas que integram o patrimônio líquido” (SILVA; p.96, 2007).

Para que se compreenda a estrutura da DMPL, Matarazzo (2010) traz o exemplo abaixo:

Quadro 9 – Demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL)

DEMONSTRAÇÃO DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO				
EVENTOS	CAPITAL REALIZADO	RESERVA LEGAL	RESERVA DE LUCROS	TOTAL
Saldo em exercício 0	-	-	-	-
Lucro líquido do exercício	-	-	-	-
Ajuste de exercícios anteriores	-	-	-	-
Juros s/ capital próprio distribuídos	-	-	-	-
Constituição de reserva legal	-	-	-	-
Saldo em exercício 1	-	-	-	-
Lucro líquido do exercício	-	-	-	-
Ajuste de exercícios anteriores	-	-	-	-
Juros s/ capital próprio distribuídos	-	-	-	-
Constituição de reserva legal	-	-	-	-
Saldo em exercício 2	-	-	-	-
MUTAÇÕES DO PERÍODO	-	-	-	-

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010).

2.7 INSTRUMENTOS DE ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIROS

Os instrumentos de análise econômico-financeiros, ou índices financeiros, são relações estabelecidas entre dados apurados em um certo período, facilitando o trabalho do analista, uma vez que permitem comparações período a período e da

empresa em relação a outras de sua área de atuação (BLATT, 2001). O autor ainda complementa alegando que, a aplicação dos índices derivados do balanço e das demonstrações dependerá dos interesses do usuário. Bancos, por exemplo, buscam por índices que evidenciam a capacidade de liquidar as exigibilidades da empresa em determinado período. Acionistas, por sua vez, procuram por dados que ressaltem os ganhos e a estruturação do capital da empresa, bem como a eficiência na aplicação dos recursos gerados.

Sobre o exposto acima, Groppelli e Nikbakht (2002, p. 356) ilustram a aplicação de tais ferramentas da seguinte forma:

A administração responsável de uma empresa exige o constante acompanhamento de operações. Por exemplo, os executivos financeiros precisam saber se suas empresas possuem ou não suficiente liquidez; isto é, eles devem assegurar-se de que fundos suficientes estão disponíveis para pagar as dívidas pontualmente. [...] Consequentemente, os dirigentes preocupam-se com os graus de eficiência e lucratividade de suas empresas. Uma forma de mensurar a liquidez, o grau de endividamento e a lucratividade de uma empresa é realizar uma análise dos índices financeiros. Essa análise serve como base para o planejamento financeiro e fornece um instrumento para monitorar o desempenho.

Helfert (2000) revela que qualquer índice ou instrumento de análise financeira somente será útil se for baseado em três elementos: o ponto de vista adotado, os objetivos da análise e os padrões potenciais de comparação. Não obstante, segundo o autor, os índices não revelam resultados absolutos, sendo melhor utilizados quando aplicados em combinação com outros índices, auxiliando na ilustração de tendências futuras.

2.7.1 Análise vertical (AV)

A análise vertical, segundo Assaf Neto (2015), é um método de análise financeira capaz de relacionar e comparar, de forma vertical, a participação dos itens contábeis de um balanço patrimonial ou DRE entre si. Em outras palavras, a análise vertical reporta ao gestor o percentual dos recursos da empresa em cada uma das contas do ativo, do passivo, ou das deduções da DRE. O autor destaca ainda que, por meio da AV, pode-se identificar contas que escapam ao padrão da organização, como a participação de dívidas no financiamento dos ativos ou proporção dos ativos investida em capital de giro, por exemplo.

Hoji (2014) explica que o cálculo da participação relativa de cada item

dentro do balanço patrimonial é feito dividindo-se o valor do item pelo valor total do ativo ou do passivo. Para a DRE, o cálculo segue o mesmo, diferindo, entretanto, o denominador utilizado, adotando-se aqui o valor da receita líquida do exercício.

2.7.2 Análise horizontal (AH)

Assaf Neto (2015) descreve a análise horizontal como aquela que possibilita a relação entre demonstrações financeiras de um exercício, com outra de um exercício anterior. Ou seja, a AH utiliza o desempenho de um exercício passado para ressaltar tendências em relação ao exercício subsequente.

Conforme Matarazzo (2010), a utilização das análises vertical e horizontal, em conjunto, possibilita a verificação da estrutura do ativo e do passivo da empresa, ilustrando suas modificações, bem como permite analisar detalhadamente o desempenho da organização. Ainda, Matarazzo (p. 181, 2010) complementa:

A regularidade de comportamento dos diversos itens das demonstrações financeiras é sinal de estabilidade e segurança. A excessiva flutuação representa elevação do risco empresarial. A análise vertical/horizontal pode detectar esse risco.

Em resumo, a análise horizontal consiste na avaliação do desenvolvimento histórico da empresa, por meio da participação relativa de cada uma das contas que compõem as demonstrações econômico-financeiras (SILVA, 2007).

2.7.3 Índices de liquidez

Por meio de um comparativo entre os realizáveis e as exigibilidades – ativo e passivo – os índices de liquidez oferecem indicadores da capacidade de liquidação das dívidas da empresa. Em grande parte dos casos, a liquidez é proveniente da lucratividade da empresa, da forma como é administrada e do seu ciclo financeiro, compreendendo as estratégias de investimento e financiamento planejadas pelos gestores (SILVA, 2007).

Matarazzo (2010) explica que é comum que se confunda liquidez com a capacidade de pagamento. Segundo o autor, os índices de liquidez não são baseados no fluxo de caixa, comparando entradas com saídas de dinheiro. Tais

índices são resultado da comparação entre ativos em relação as dívidas, medindo quão sólida é a base financeira da empresa. Desse modo, uma empresa que apresenta bons índices de liquidez revela sua capacidade de pagar dívidas, ainda que os pagamentos não sejam realizados dentro dos prazos.

Os principais índices de liquidez, conforme Matarazzo (2010), são:

Quadro 10 – Índices de liquidez

ÍNDICE	FÓRMULA	DESCRIÇÃO
Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo circulante}}$	Indica a capacidade de liquidar as dívidas de curto prazo utilizando os recursos disponíveis em caixa e seus equivalentes.
Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo circulante}}$	Indica a proporção do ativo circulante para cada \$ 1,00 da dívida de curto prazo, desconsiderando os estoques da empresa.
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$	Indica a proporção do ativo circulante para cada \$ 1,00 da dívida de curto prazo.
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo circulante} + \text{Realizável a longo prazo}}{\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}}$	Indica qual a proporção do ativo circulante + realizável a longo prazo para cada \$ 1,00 da dívida total da empresa.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010).

2.7.4 Índices de estrutura ou endividamento

Para Silva (p. 287, 2007), “a estrutura de capitais de uma empresa envolve a composição de suas fontes de financiamento”. Essas fontes são, basicamente, os proprietários e terceiros, onde ambos esperam remuneração condizente para com a quantia fornecida como forma de financiamento das aplicações da empresa. Assim sendo, os índices que analisam a estrutura ou o endividamento da empresa permitem aos investidores que se verifique o impacto da dívida sobre o seu retorno.

Conforme Hoji (2014), os índices de estrutura de capital indicam a proporção das aplicações do capital de longo prazo, a relação das fontes de capitais

entre si e os ativos de natureza permanente, além de ilustrarem o grau de dependência da empresa sobre o capital de terceiros.

Os principais índices de estrutura, conforme Matarazzo (2010), são:

Quadro 11 – Índices de estrutura ou endividamento

ÍNDICE	FÓRMULA	DESCRIÇÃO
Participação do capital de terceiros	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Passivo total}}$	Indica a proporção de capital de terceiros para cada \$ 100 de capital próprio.
Garantia do capital próprio s/ o capital de terceiros	$\frac{\text{Patrimônio líquido}}{\text{Capital de terceiros}}$	Indica a proporção de recursos próprios da empresa em relação à dívida total.
Grau de endividamento	$\frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Indica a proporção da parcela de bens e direitos da empresa financiada por capital de terceiros.
Qualidade da dívida	$\frac{\text{Passivo circulante}}{\text{Capital de terceiros}}$	Indica a proporção das obrigações de curto prazo em relação à dívida total.
Endividamento financeiro	$\frac{\text{Emprést.e financ. de curto e longo prazo}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Indica a proporção da dívida com empréstimos e financiamentos totais, em relação ao patrimônio líquido.
Imobilização do capital próprio	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Indica a porção do patrimônio líquido que foi destinada à imobilização.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010).

2.7.5 Índices de resultado

Sobre os índices de resultado, Helfert (2000) diz que, os analistas financeiros utilizam-se das medidas resultantes desses para que possam avaliar a participação do capital dos proprietários em relação ao desempenho da empresa em determinado exercício. As análises tomam por base o retorno sobre o patrimônio líquido e, também, sobre o capital próprio, além da rentabilidade do investimento

total dos proprietários. Para o autor, o interesse primordial dos investidores é a rentabilidade de sua aplicação, portanto, os índices de resultado representam, percentualmente, a proporção dos lucros obtidos em relação ao capital investido.

Em concordância ao exposto acima, Hoji (2014) ressalta que os índices de resultado são indicadores de grande relevância, em termos de sucesso empresarial, pois evidenciam se o futuro da empresa é promissor ou não. Por meio da análise das informações decorrentes de tais índices, gestores e investidores podem ter uma visão mais clara sobre as projeções de crescimento do capital.

Os principais índices de resultado, conforme Matarazzo (2010), são:

Quadro 12 – Índices de resultado

ÍNDICE	FÓRMULA	DESCRIÇÃO
Taxa de retorno s/ investimento	$\frac{\text{Lucro líquido do exercício}}{\text{Ativo total}}$	Indica quanto a empresa tem de retorno para cada \$ 100 investidos em bens e direitos (ativo).
Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro líquido do exercício}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Indica quanto renderam os investimentos efetuados pela empresa, em relação ao capital investido.
Margem líquida	$\frac{\text{Lucro líquido do exercício}}{\text{Faturamento bruto do exercício}}$	Indica a margem de retorno líquida em relação ao faturamento bruto do exercício.
Margem bruta	$\frac{\text{Lucro bruto do exercício}}{\text{Faturamento bruto do exercício}}$	Indica a margem de retorno bruta em relação ao faturamento bruto do exercício.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010).

2.7.6 Índices de prazos médios

Os índices de prazos médios, conforme Matarazzo (2010), permitem a análise dos ciclos operacional e de caixa, os quais o autor considera essenciais para a determinação das estratégias econômico-financeiras e operacionais da empresa. A partir de tais índices, inclusive, se pode construir modelos de análise do capital de giro e do fluxo de caixa.

Matarazzo (2010), considera os seguintes índices de prazo:

Quadro 13 – Índices de prazos médios

ÍNDICE	FÓRMULA	DESCRIÇÃO
Prazo médio de pagamento	$\frac{\text{Contas a pagar}}{\text{Faturamento bruto anual}} \times 360$	Indica quantos dias a empresa leva para pagar seus fornecedores.
Prazo médio de recebimento	$\frac{\text{Contas a receber}}{\text{Faturamento bruto anual}} \times 360$	Indica quantos dias a empresa leva para receber de seus clientes.
Tempo de retorno s/ investimento	$\frac{\text{Patrimônio líquido}}{\text{Lucro líquido do exercício}}$	Indica quantos anos a empresa leva para retornar o valor do capital próprio investido.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Conforme Andrade (2001), o meio através do qual se obtém as informações necessárias a um estudo é denominado procedimento, o qual também é capaz de estabelecer distinções entre os diversos tipos de pesquisa. Ainda, afirma que esses procedimentos, baseados no raciocínio lógico, têm por objetivo apresentar respostas aos problemas propostos dentro de um trabalho.

Em se tratando de trabalhos acadêmicos, Roesch (1999) assinala a principal função do capítulo concernente aos procedimentos metodológicos, alegando que é nessa etapa da pesquisa que se deve descrever como a mesma será realizada.

Desse modo, os tópicos a seguir tratarão dos métodos utilizados pelo autor para a aplicação da pesquisa, cuja finalidade foi fornecer uma contrapartida a situação problema que norteou esse trabalho: Quais os indicadores econômico-financeiros que apontam para a Oferta Pública Inicial (IPO) de uma sociedade anônima de capital fechado?

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

3.1.1 Quanto à abordagem

Roesch (1999) afirma que qualquer projeto pode ser elaborado tanto a partir de análises quantitativas quanto qualitativas. Ainda assim, o autor reconhece que uma abordagem quantitativa se relaciona melhor com a avaliação de resultados, enquanto que a abordagem qualitativa diz respeito às avaliações formativas. Para ele, não há um método exclusivo para cada tipo de projeto. Afirma que um projeto pode combinar mais de um método, seja por meio da postura de ouvinte e da participação em eventos – abordagem qualitativa – e, em seguida, buscar medir coisas de forma objetiva – abordagem quantitativa.

Oliveira (p. 115, 2002) delimita com maior ênfase as duas formas de abordagem, alegando que “são dois métodos diferentes pela sua sistemática, e, principalmente, pela forma de abordagem do problema”. Segundo ele, o método quantitativo é largamente utilizado em pesquisas onde se procura descobrir e classificar variáveis. Em contrapartida, o método qualitativo não emprega dados

estatísticos como base para as análises da pesquisa. Desse modo, a grande diferença entre ambas as abordagens reside no fato de que o método qualitativo não possui a premissa de enumerar unidades ou categorias.

Levando-se em consideração as colocações dos autores acima, pode-se enquadrar a pesquisa desenvolvida a partir desse trabalho como quantitativa e qualitativa. Para tal, é oportuno destacar que o estudo da viabilidade da abertura de capital, foco desse trabalho, derivou em dados analisados e, inclusive, quantificados – seja por percentuais ou índices financeiros – mas que tiveram como objetivo expressar resultados de ordem qualitativa, tendo em vista a viabilidade ou não da *IPO*.

3.1.2 Quanto aos fins

Segundo Andrade (2001) as diversas finalidades de uma pesquisa podem ser elencadas em dois grupos distintos, onde um reúne as finalidades de ordem intelectual, enquanto o outro engloba as razões práticas para uma pesquisa. O primeiro grupo, diz o autor, visa o saber para a satisfação da aquisição pura do conhecimento. Ao segundo grupo cabe a aplicação prática de um estudo, na expectativa de atender problemas concretos.

Tendo em vista que o objetivo da pesquisa aqui apresentada foi analisar a viabilidade da abertura de capital, pode-se afirmar que os fins da mesma estão aproximados aos do segundo grupo descrito por Andrade (2001). Buscou-se abarcar as questões de ordem prática no ambiente empresarial, averiguando as condições necessárias para a *IPO* com minimização dos riscos.

3.1.3 Quanto aos meios de investigação

Importante se faz também salientar os meios de investigação utilizados para a elaboração desse trabalho, balizando os métodos da pesquisa entre os campos da pesquisa exploratória e da pesquisa descritiva.

Para Andrade (2001), o passo inicial de qualquer trabalho acadêmico perpassa os limiares da pesquisa exploratória, principalmente em se tratando de referências bibliográficas ao estudo. O autor define esse método como o responsável pelo apontamento de possibilidades para uma boa pesquisa,

constituindo assim um trabalho preliminar para outro tipo de pesquisa.

Portanto, aliada a investigação exploratória, originadora dos questionamentos fundamentais desse trabalho, a pesquisa descritiva complementa o trabalho investigativo do autor.

Tal meio investigativo consiste em pesquisas onde o observador registra, analisa, classifica e interpreta, sem que haja sua interferência nos fatos observados (ANDRADE, 2001). Em outras palavras, por meio da pesquisa descritiva o autor desenvolve o estudo a que se propõe de forma a coletar e avaliar os dados colhidos sem que sua avaliação seja parcial em seus resultados.

3.1.4 Resumo da metodologia de pesquisa

Para que se possa visualizar, de forma mais clara, como a pesquisa foi estruturada, abaixo apresenta-se um quadro dos objetivos específicos do trabalho e os procedimentos metodológicos a eles relacionados:

Quadro 14 – Resumo da metodologia de pesquisa

Objetivos específicos	Tipo de Pesquisa	Meios de Investigação	Classificação dos dados da Pesquisa	Técnica de coleta de dados	Procedimentos de coleta de dados	Técnica de análise dos dados
Apresentar a empresa examinada, seu histórico, atuação e demonstrativos econômico-financeiros	Descritiva	Documental	Primário	Análise de dados e conteúdo	Leitura	Qualitativa/ Quantitativa
Determinar indicadores de referência para a análise e comparação dos demonstrativos econômico-financeiros	Exploratória	Bibliográfica / Documental	Primário / Secundário	Análise de dados e conteúdo	Leitura / Análise de Balanço	Quantitativa
Estabelecer critérios econômico-financeiros para a IPO, como base nos indicadores analisados	Descritiva	Bibliográfica / Documental	Primário / Secundário	Análise de dados e conteúdo	Leitura / Análise de Balanço	Quantitativa/ Qualitativa
Fornecer o parecer sobre a IPO, por meio desses critérios, para a empresa que é objeto de estudo	Descritiva	Bibliográfica / Documental	Primário / Secundário	Análise de dados e conteúdo	Leitura / Análise de Balanço	Quantitativa/ Qualitativa

Fonte: elaborado pelo autor.

3.2 CONTEXTO DO ESTUDO

3.2.1 Área e objeto estudados

A pesquisa desenvolvida e apresentada nesse trabalho é abarcada pela ampla área da administração de empresas. Porquanto, da administração emergem diversos ramos, cada qual com suas especificidades, sendo que o autor buscou apoio dentro da administração financeira para a fundamentação e desenvolvimento de sua pesquisa.

Tratar de abertura de capital nas empresas requereu a aproximação do pesquisador em relação à área financeira da administração, cujas disciplinas engendram o conhecimento sobre a força motriz de qualquer empresa, denominada *lucro*. Desse modo, compreender a administração financeira possibilitou ao autor entender a importância do capital dentro das empresas e como sua disponibilidade tem ligação com uma das formas de captação do mesmo para a geração de lucro: a abertura de capital.

Para que a pesquisa pudesse ter um retorno mais concreto quanto aos seus resultados, o autor pôde utilizar a empresa SETEP Construções S.A. para a aplicação do estudo, de forma que o diagnóstico da viabilidade de uma Oferta Pública Inicial será apresentado com base nos dados coletados e nos índices analisados em relação a companhia em questão.

3.3 PLANO DE COLETA DE DADOS

3.3.1 Origem dos dados

A origem dos dados coletados, conforme indica Andrade (2001), pode ser primária ou secundária, onde esta diz respeito aos documentos pesquisados por meio da bibliografia – livros e afins – e aquela aos documentos ditos de primeira mão, como documentos históricos, dados estatísticos ou outras fontes ainda não apresentadas em qualquer outro estudo.

Para a elaboração desse estudo, além da investigação ostensiva em meio à literatura concernente à administração financeira, a análise de documentos originados pela própria empresa, objeto de estudo do trabalho em questão,

estruturou o compêndio de fontes e informações utilizadas para a concretização da pesquisa.

A partir da segmentação dada por Andrade (2001) entre dados primários e secundários, conformam-se também duas modalidades de pesquisa, utilizadas pelo autor deste trabalho: a pesquisa bibliográfica e a documental.

3.3.2 Técnica de coleta

Como destacado acima, a composição desse trabalho deu-se principalmente por meio da revisão da literatura corrente – especificamente dentro da administração financeira – e da avaliação de documentos fornecidos pela empresa SETEP Construções S.A.

Tais técnicas de coleta – bibliográfica e documental – se complementam, onde, para Andrade (2001), a pesquisa bibliográfica, na maioria das vezes, compõe um estudo preliminar, servindo de base para o prosseguimento da pesquisa.

De fato, para o presente estudo a investigação bibliográfica formou as bases do estudo, mas também pelo objetivo pretendido, a pesquisa bibliográfica se fez presente durante todo o decorrer do trabalho, complementando e validando os dados colhidos por meio da pesquisa documental.

3.3.3 Instrumento de coleta

Não havendo a necessidade de pesquisas diretas, como questionários ou formulários, os principais instrumentos de coleta estão ligados ao processo de recolhimento e análise das demonstrações econômico-financeiras da empresa que é objeto de estudo, bem como a conciliação das obras de autores influentes no campo da administração financeira e do mercado de capitais com os resultados obtidos por meio das análises.

3.4 PLANO DE ANÁLISE DE DADOS

3.4.1 Composto de técnicas

O composto de técnicas para esse trabalho diz respeito, especificamente,

ao processo de análise de conteúdo, determinado por Bardin (apud VERGARA, 2010, p. 7) como “um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter [...] indicadores [...] que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção [...] destas mensagens”. Segundo Vergara (2010), a análise de conteúdo pode ser aplicada tanto aos fins exploratórios quanto aos de fins de verificação, procurando confirmar ou não os pressupostos levantados durante a pesquisa.

Sendo assim, utilizou-se dessa ferramenta para a produção do material de pesquisa, colhendo as informações necessárias, analisando-as e verificando os resultados obtidos por meio da investigação, tanto sobre sua validade quanto pelos indicadores que servirão como base para a resposta ao objetivo geral desse trabalho.

4 ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA

Explanados os assuntos pertinentes aos métodos de pesquisa, prossegue-se então a análise dos dados coletados. Tratar-se-á, no presente capítulo, do objeto de estudo – a empresa SETEP Construções S.A. – e seus dados econômico-financeiros, os valores que serviram de referência para a averiguação da viabilidade da abertura de capital, além da análise dos resultados obtidos a partir da comparação entre os índices da empresa examinada e aqueles derivados dos valores de referência.

4.1 A EMPRESA OBJETO DE ESTUDO: SETEP CONSTRUÇÕES S.A.

Tendo em vista que o objetivo desse estudo é avaliar a viabilidade econômico-financeira da abertura de capital para sociedades anônimas de capital fechado e, sabendo-se que, para tal, faz-se necessário um objeto de estudo, adotou-se a empresa SETEP Construções S.A. como base para coleta de dados, análise e apuração dos resultados.

Entretanto, antes de se prosseguir à avaliação dos dados da companhia, é conveniente que se faça a elucidação de informações gerais sobre a mesma, com a finalidade de contextualizar o leitor sobre a trajetória, o segmento de atuação e a saúde financeira da empresa que é objeto de estudo desse trabalho.

4.1.1 Histórico e atuação

A SETEP Construções S.A., sediada na cidade de Criciúma, Santa Catarina, é uma sociedade anônima de capital fechado voltada à prestação de serviços nos segmentos de construção rodoviária, engenharia civil, engenharia de agrimensura, além da produção e comercialização de massa asfáltica em geral.

Sua fundação se deu em 16 de março de 1970, sob a denominação social SETEP – Serviços Topográficos e Projetos LTDA. Iniciou suas atividades na área de levantamentos topográficos e cadastrais, predominantemente em projetos de implantação de linhas de transmissão de alta tensão. Nessa época, a companhia atuou, predominantemente, entre os estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina,

Paraná e Minas Gerais. Anos mais tarde, visando atender novas demandas, ampliou sua participação no campo da agrimensura, passando a atuar também em levantamentos topográficos destinados à implantação de projetos de regularização fundiária, desenvolvidos em diversos estados brasileiros.

Em meados de 1978, a empresa H. Locks Construções LTDA, de Tubarão, é incorporada pela SETEP LTDA. Tal decisão fora condicionada às oportunidades decorrentes do desenvolvimento regional observado na época, em termos de infraestrutura rodoviária. Essa incorporação acrescentou ao rol de serviços prestados a execução de terraplenagem e implantação de rodovias não pavimentadas.

Na década de 1990, novamente a empresa estende suas atividades, dessa vez voltando-se para a pavimentação asfáltica. Aliada aos novos rumos tomados pela empresa, ocorre a alteração da denominação social para SETEP Topografia e Construções LTDA, título que perdurou até 2006, quando passou a ser designada SETEP Construções LTDA.

Com uma imagem consolidada e sua participação em obras públicas abrangendo o estado de Santa Catarina quase que por completo, a SETEP LTDA decide por tornar-se uma sociedade anônima de capital fechado, efetuando o registro, em fevereiro de 2010, da denominação SETEP Construções S.A.

4.1.2 Demonstrações econômico-financeiras

Os dados coletados para a pesquisa foram extraídos das demonstrações econômico-financeiras da empresa SETEP S.A., apuradas em 2015. Compõem as demonstrações coletadas: o balanço patrimonial, demonstração de resultados do exercício, demonstração dos fluxos de caixa, demonstração do valor adicionado e demonstração das mutações do patrimônio líquido. Todas as demonstrações coletadas encontram-se no APÊNDICE A.

Com vistas ao atendimento do objetivo geral dessa pesquisa, optou-se por elencar os dados econômico-financeiros de maior relevância para as análises. Foram então selecionados os dados que compõem os cálculos dos índices utilizados na composição do parecer da viabilidade da *IPO*. O quadro abaixo apresenta os

dados segmentados, acompanhados dos valores dispostos nas demonstrações econômico-financeiras da SETEP S.A.

Quadro 15 – Dados econômico-financeiros da SETEP S.A. (2015)

DESCRIÇÃO	VALOR (R\$)
Ativo Total	187.646.324,00
Ativo Circulante	113.851.519,06
Caixa e Equivalentes	37.179.345,31
Contas a Receber	72.971.255,38
Estoques	2.592.540,11
Realizável de Longo Prazo	31.627.370,71
Ativo Permanente	42.167.434,23
Passivo Total	187.646.324,00
Passivo Circulante	21.818.737,96
Contas a Pagar	7.944.248,53
Exigível de Longo Prazo	33.384.320,75
Empréstimos e Financiamentos (Curto e Longo Prazo)	5.817.679,41
Capital de Terceiros	55.203.058,71
Patrimônio Líquido	132.443.265,29
Receita Anual	244.920.095,47
Despesas com Vendas	706.520,77
Despesas Administrativas	12.339.683,98
Lucro Bruto	47.898.911,22
Lucro Líquido	26.349.540,63

Fonte: elaborado pelo autor.

Esses dados, elencados estrategicamente para atender aos cálculos dos índices econômico-financeiros, não apresentam, *a priori*, informações que permitam uma avaliação prévia da condição financeira da empresa para a abertura de capital. Entretanto, sua relevância será atestada nos tópicos adiante, cuja utilização de tais valores será corroborada pela composição dos índices econômico-financeiros.

4.2 COMPOSIÇÃO DOS INDICADORES DA VIABILIDADE

Para que se pudesse atestar a viabilidade, ou não, da abertura de capital da companhia examinada, fez-se necessária a composição de indicadores que resultassem em valores de referência. A partir desses valores, foi possível a comparação dos dados da empresa que é objeto de estudo em relação aos índices de referência.

4.2.1 Demonstrações econômico-financeiras de referência

Os valores para a composição dos índices de referência foram obtidos por meio das demonstrações econômico-financeiras de todas as sociedades anônimas de capital aberto, de mesmo segmento da empresa em estudo, listadas na BOVESPA até o ano de 2015, totalizando vinte e quatro corporações. As empresas utilizadas como referência para a composição dos índices estão elencadas no ANEXO A.

Haja vista a escassez de critérios básicos, que permitam avaliar as demonstrações econômico-financeiras quanto a viabilidade da abertura de capital, estabeleceu-se como referência os dados das companhias já citadas, apurados no exercício em que realizaram sua abertura de capital. Desse modo, foram selecionados das demonstrações dessas corporações, os dados indispensáveis à composição de seus índices econômico-financeiros, levando-se em consideração o ano em que se tornaram sociedades anônimas de capital aberto. Os valores obtidos nas referidas demonstrações econômico-financeiras estão dispostos no APÊNDICE B.

4.2.2 Índices econômico-financeiros de referência

De posse desses dados, foi possível proceder ao cálculo dos índices econômico-financeiros de referência. Tais índices foram comparados com aqueles procedentes das demonstrações da SETEP S.A., e estão listados no quadro abaixo:

Quadro 16 – Comparativo entre os índices: Azevedo – Eztec

(continua)

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Azevedo	Brookfield	CAL S.A.	CR2	Cyrela	Direcional Eng.	Even	EZTec
Liquidez Imediata	1,70	0,02	0,07	0,04	6,31	0,29	0,85	0,08	0,11
Liquidez Seca	5,10	0,94	0,36	0,66	7,56	1,21	3,84	0,60	0,90
Liquidez Corrente	5,22	1,05	0,72	1,16	11,71	2,44	6,69	1,55	3,06
Liquidez Geral	2,64	0,45	1,15	1,01	2,93	2,58	3,03	1,35	3,70
Participação do Capital de Terceiros	29,4%	122,5%	85,7%	90,9%	34,2%	36,3%	32,5%	73,5%	26,9%
Garantia do Capital Próprio	239,9%	-18,4%	16,7%	9,6%	188,7%	160,9%	206,7%	32,9%	271,3%
Grau de Endividamento	41,7%	-543,3%	600,4%	1036,7%	53,0%	62,2%	48,4%	303,7%	36,9%
Qualidade da Dívida	39,5%	32,7%	39,0%	63,0%	24,4%	53,6%	40,6%	62,8%	57,3%
Endividamento Financeiro	4,4%	-16,3%	323,7%	191,4%	47,8%	18,4%	17,8%	107,3%	2,9%
Imobilização do Capital Próprio	31,8%	-195,7%	7,2%	5,5%	0,0%	10,7%	2,3%	4,1%	0,5%
Taxa de Retorno s/ Investimento	14,0%	-1,3%	1,2%	0,5%	3,2%	1,7%	4,7%	0,3%	3,5%
Rentabilidade	19,9%	5,9%	8,1%	5,4%	5,0%	3,0%	7,0%	1,2%	4,9%
Margem Líquida	10,8%	-2,3%	18,2%	10,0%	21,8%	12,1%	23,5%	2,2%	38,7%
Margem Bruta	19,6%	-1,5%	21,6%	-0,5%	38,8%	22,1%	27,3%	9,5%	41,8%

Quadro 16 – Comparativo entre os índices: Azevedo – Eztec

(conclusão)

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Azevedo	Brookfield	CAL S.A.	CR2	Cyrela	Direcional Eng.	Even	EZTec
Tempo de Retorno s/ Investimento	60	205	149	18	238	403	172	985	247
Prazo Médio de Recebimento	4	4	18	88	6	15	22	16	13
Prazo Médio de Pagamento	0	2	-	2	0	3	2	2	1

Fonte: elaborado pelo autor.

Quadro 17 – Comparativo entre os índices: Gafisa – PDG

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Gafisa	Helbor	JHSF Part.	João Fortes S.A.	Lix da Cunha	Mendes Junior	MRV	PDG
Liquidez Imediata	1,70	0,21	0,76	0,29	0,02	0,00	0,00	0,42	0,27
Liquidez Seca	5,10	1,66	1,18	0,81	1,28	0,75	0,04	1,04	1,28
Liquidez Corrente	5,22	2,39	1,61	0,81	1,40	0,75	0,04	2,40	2,64
Liquidez Geral	2,64	1,67	1,17	0,78	1,85	0,89	1,24	1,96	1,89
Participação do Capital de Terceiros	29,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Garantia do Capital Próprio	239,9%	59,4%	75,3%	56,9%	46,2%	71,2%	80,5%	50,8%	49,6%
Grau de Endividamento	41,7%	64,3%	26,7%	39,3%	61,3%	40,5%	24,1%	94,6%	99,7%
Qualidade da Dívida	39,5%	155,5%	375,0%	254,7%	163,2%	247,1%	414,1%	105,7%	100,3%
Endividamento Financeiro	4,4%	60,7%	49,9%	93,6%	77,5%	96,3%	56,0%	59,8%	54,2%
Imobilização do Capital Próprio	31,8%	44,0%	181,1%	7,8%	118,1%	3,9%	269,3%	10,9%	43,9%
Taxa de Retorno s/ Investimento	14,0%	1,6%	1,2%	236,4%	1,4%	3,3%	0,4%	1,1%	0,3%
Rentabilidade	19,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Margem Líquida	10,8%	1,4%	1,1%	1,9%	0,2%	0,1%	-0,9%	0,6%	-0,3%
Margem Bruta	19,6%	1,4%	1,1%	1,9%	0,2%	0,1%	-0,9%	0,6%	-0,3%
Tempo de Retorno s/ Investimento	60	325	217	138	1.406	2.978	-263	977	-2.341
Prazo Médio de Recebimento	4	23	14	37	72	10.227	6	16	19
Prazo Médio de Pagamento	0	2	2	2	1	1.289	1	7	2

Fonte: elaborado pelo autor.

Quadro 18 – Comparativo entre os índices: Rodobens – Viver S.A.

(continua)

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Rodobens Imob.	Rossi	Sondotécnica	Sultepa	Tecnisa	Tecnosolo S.A.	Trisul	Viver S.A.
Liquidez Imediata	1,70	0,31	0,04	0,83	0,04	0,10	0,15	0,25	0,10
Liquidez Seca	5,10	1,52	0,94	2,10	0,47	0,76	1,87	1,15	0,39
Liquidez Corrente	5,22	2,13	1,49	2,10	0,54	1,89	2,04	2,29	2,21
Liquidez Geral	2,64	1,53	1,49	2,73	1,03	1,36	1,36	1,92	1,01
Participação do Capital de Terceiros	29,4%	64,6%	66,6%	34,0%	71,1%	69,6%	63,2%	51,3%	95,4%
Garantia do Capital Próprio	239,9%	54,9%	44,4%	193,9%	36,4%	41,0%	58,3%	89,1%	4,3%
Grau de Endividamento	41,7%	182,3%	225,2%	51,6%	274,6%	244,0%	171,5%	112,3%	2332,6%
Qualidade da Dívida	39,5%	50,0%	57,3%	68,7%	39,1%	58,1%	56,5%	69,2%	41,7%
Endividamento Financeiro	4,4%	91,9%	46,4%	0,0%	83,0%	109,1%	38,9%	30,2%	370,4%

Quadro 18 – Comparativo entre os índices: Rodobens – Viver S.A.

(conclusão)

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Rodobens Imob.	Rossi	Sondotécnica	Sultepa	Tecnisa	Tecnosolo S.A.	Trisul	Viver S.A.
Imobilização do Capital Próprio	31,8%	3,6%	0,5%	9,5%	98,9%	2,0%	37,0%	1,3%	90,0%
Taxa de Retorno s/ Investimento	14,0%	-4,8%	0,4%	0,2%	-0,9%	-4,3%	1,3%	5,1%	0,4%
Rentabilidade	19,9%	-13,5%	1,3%	0,3%	-3,3%	-15,1%	3,6%	11,1%	10,7%
Margem Líquida	10,8%	-45,8%	3,7%	0,7%	-20,1%	-33,2%	4,2%	28,7%	6,5%
Margem Bruta	19,6%	-42,4%	5,7%	46,8%	-5,8%	-31,8%	4,2%	33,4%	10,7%
Tempo de Retorno s/ Investimento	60	-	933	3.719	363	-	80	331	108
Prazo Médio de Recebimento	4	29	35	11	33	19	21	19	18
Prazo Médio de Pagamento	0	2	1	1	8	1	2	1	2

Fonte: elaborado pelo autor.

Comparando-se os índices da SETEP S.A. em relação aos valores de referência, percebe-se a disparidade entre os resultados, dificultando uma leitura mais clara sobre a viabilidade da *IPO*. Haja vista a necessidade, então, de se equalizar os valores de referência, foram empregadas a média aritmética simples e a mediana dos índices das vinte e quatro corporações que serviram de referência.

4.2.3 Média aritmética simples e mediana

A média aritmética simples indica a tendência a posição central de um conjunto, ainda que ela não se encontre exatamente no centro da distribuição. Na realidade, ela corresponde a uma posição equilibrada entre os dados coletados. É obtida pela soma de todos os valores de um conjunto, divididos pelo número de termos que o compõem (TIBONI, 2010).

A mediana, para Spiegel (2009), representa o elemento central de um conjunto e é conveniente em séries onde os valores analisados são distantes entre si. Milone (2006) reforça tal afirmação alegando que a mediana é adotada, principalmente, nos casos em que as distribuições são acentuadamente assimétricas.

Como resultado da média simples e da mediana, obtiveram-se índices que puderam ser comparados aos índices da empresa em estudo, permitindo uma avaliação do desempenho econômico-financeiro da companhia em relação às concorrentes, quando a época de sua *IPO*.

A equiparação dos valores obtidos é apresentada a seguir:

Quadro 19 – Comparativo entre os índices: média simples e mediana

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Média Simples	Mediana
Liquidez Imediata	1,70	0,48	0,13
Liquidez Seca	5,10	1,39	0,99
Liquidez Corrente	5,22	2,30	1,96
Liquidez Geral	2,64	1,67	1,43
Participação do Capital de Terceiros	29,4%	62,8%	63,9%
Garantia do Capital Próprio	239,9%	76,7%	49,6%
Grau de Endividamento	41,7%	292,0%	176,9%
Qualidade da Dívida	39,5%	56,7%	56,9%
Endividamento Financeiro	4,4%	89,2%	45,2%
Imobilização do Capital Próprio	31,8%	13,5%	2,2%
Taxa de Retorno s/ Investimento	14,0%	0,7%	0,5%
Rentabilidade	19,9%	2,1%	3,3%
Margem Líquida	10,8%	11,9%	6,0%
Margem Bruta	19,6%	17,9%	10,1%
Tempo de Retorno s/ Investimento	60	439	211
Prazo Médio de Recebimento	4	449	19
Prazo Médio de Pagamento	0	56	2

Fonte: elaborado pelo autor.

O quadro acima demonstra que os valores alcançados pela média e a mediana estipularam intervalos para cada índice, onde se pode considerar que os índices da companhia examinada devem estar compreendidos entre esses intervalos para que se tenha um parecer favorável à viabilidade econômico-financeira da abertura de capital.

Entretanto, os intervalos de alguns indicadores apresentaram-se demasiado amplos, tolhendo a capacidade de se obter um parecer mais preciso. Para tal, buscou-se por uma maneira de tornar os valores de referência ainda mais equilibrados. A solução, então, fora estipular as médias geométrica e harmônica da média simples e da mediana, a fim de se precisar com maior efetividade os referenciais para composição do parecer.

4.2.4 Média geométrica e harmônica

Conforme Milone (2006), a média geométrica é o centro de um conjunto de dados que pode ser sintetizado em uma progressão geométrica. E, inversamente ao que acontece com a média aritmética, o peso de pontos extremos dentro do conjunto é minimizado pela média geométrica. Haja vista tal capacidade, indica-se o uso da média geométrica quando as alterações relativas são mais importantes do que as absolutas – como na análise de variações percentuais, razões e números índices.

A média harmônica é definida como o inverso da média aritmética, sendo aplicável, principalmente, a fenômenos caracterizados por variáveis inversamente proporcionais, como custo de produtos e a velocidade de corpos (MILONE, 2006). Essa média retorna valores menores em relação ao média geométrica, que, por sua vez, traz valores menores que a média aritmética (SPIEGEL, 2009).

A obtenção das médias citadas permitiu uma avaliação mais refinada sobre o momento mais favorável, em termos econômico-financeiros, à abertura de capital. Os resultados alcançados, comparados aos índices da SETEP S.A., podem ser observados no quadro abaixo:

Quadro 20 – Comparativo entre índices: média geométrica e harmônica

Índices / Empresas	SETEP S.A.	Média Geométrica	Média Harmônica
Liquidez Imediata	1,70	0,25	0,20
Liquidez Seca	5,10	1,17	1,16
Liquidez Corrente	5,22	2,12	2,12
Liquidez Geral	2,64	1,54	1,54
Participação do Capital de Terceiros	29,4%	63,4%	63,4%
Garantia do Capital Próprio	239,9%	61,7%	60,3%
Grau de Endividamento	41,7%	227,3%	220,3%
Qualidade da Dívida	39,5%	56,8%	56,8%
Endividamento Financeiro	4,4%	63,5%	60,0%
Imobilização do Capital Próprio	31,8%	5,4%	3,7%
Taxa de Retorno s/ Investimento	14,0%	0,5%	0,5%
Rentabilidade	19,9%	2,7%	2,6%
Margem Líquida	10,8%	8,4%	7,9%
Margem Bruta	19,6%	13,5%	12,9%
Tempo de Retorno s/ Investimento	60	304	285
Prazo Médio de Recebimento	4	92	36
Prazo Médio de Pagamento	0	10	3

Fonte: elaborado pelo autor.

A partir dos valores apresentados acima, procedeu-se então a composição e análise do parecer, fornecendo o veredicto sobre a viabilidade da *IPO* para a empresa SETEP S.A.

4.3 ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA ABERTURA DE CAPITAL

Conforme Casagrande Neto (2000), decidir pela abertura de capital envolve dois aspectos básicos: o técnico e o subjetivo. O primeiro, deve levar em consideração os aspectos econômico-financeiros da empresa, verificando-se as disponibilidades de capital, os projetos de expansão em curto prazo, entre outros. O

segundo, está ligado a cultura da empresa, ou ainda, a disposição dos sócios em assumir os riscos inerentes ao processo, ainda que a abertura de capital possa pulverizar os riscos entre os futuros acionistas.

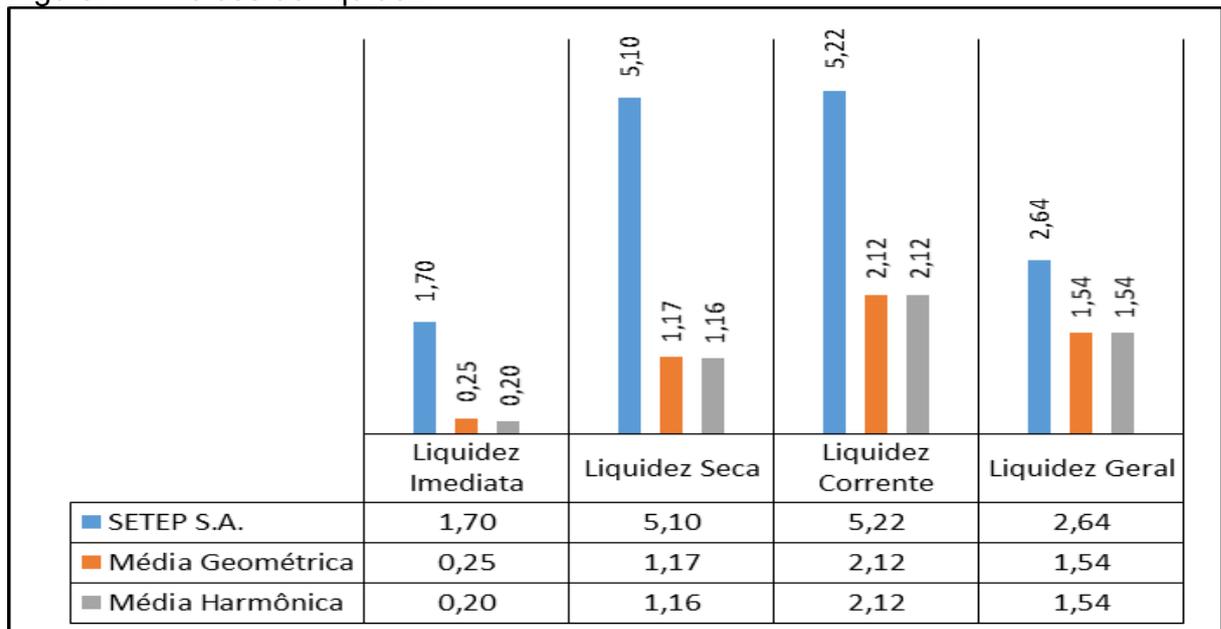
Uma vez que o presente estudo se destinou a fornecer um parecer da viabilidade econômico-financeira para a abertura de capital da SETEP S.A., este revela-se atrelado, assim, ao aspecto técnico sobre o qual discorre Casagrande Neto. Assim sendo, o parecer fornecido com base nas análises dos índices obtidos indicou a viabilidade, ou não, da abertura de capital com base apenas nos aspectos técnicos.

4.3.1 Análise do parecer

Visto que os índices econômico-financeiros estão divididos entre liquidez, estrutura, resultado e prazos médios, a análise dos resultados fora realizada de forma segmentada, fornecendo-se uma avaliação geral sobre cada agrupamento de índices.

O primeiro grupo engloba os índices de liquidez, os quais indicam a capacidade da empresa em liquidar suas dívidas (SILVA, 2007). Os resultados obtidos podem ser verificados no gráfico abaixo:

Figura 1 – Índices de liquidez



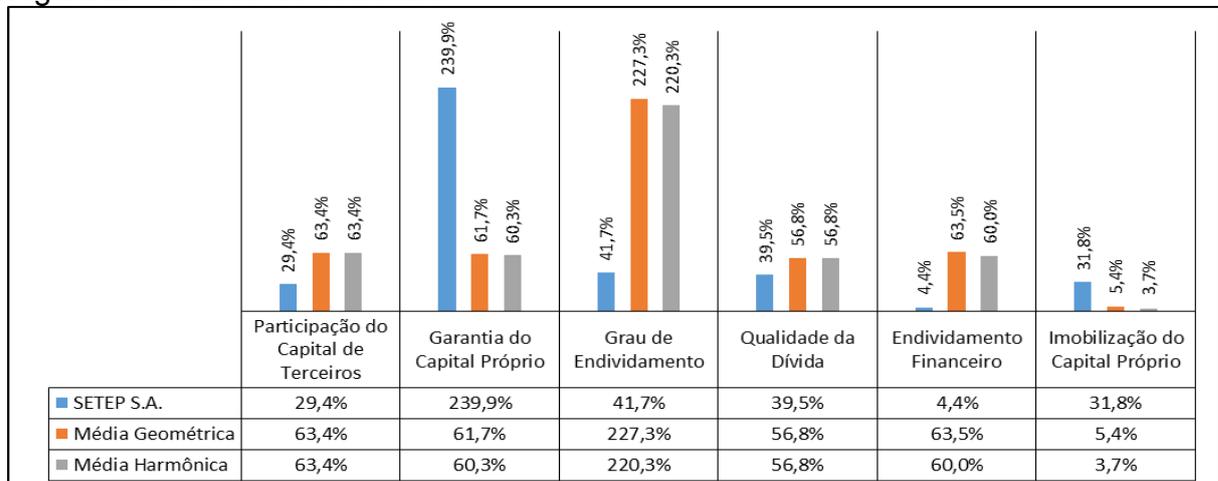
Fonte: elaborado pelo autor.

Para os índices de liquidez, a média geométrica representa o valor máximo, o qual, se excedido, indica ao gestor que a situação econômico-financeira do exercício avaliado é desfavorável à abertura de capital. Tal parâmetro é corroborado pelo fato de que, quanto maiores forem os índices de liquidez, maior é a capacidade da companhia de quitar suas dívidas, sendo desnecessária a captação de recursos externos. Do mesmo modo, se os índices de liquidez não alcançam o valor mínimo, indicado pela média harmônica, por sua vez, torna-se mister ao gestor que este considere a abertura de capital como alternativa para o aumento da capacidade de liquidez da empresa. Os intervalos compreendidos entre as duas médias – quando existirem – assinalam um momento favorável, mas não imprescindível, para o processo de abertura de capital.

Com base nos resultados destacados no gráfico acima, vê-se que os índices de liquidez da SETEP S.A. ultrapassaram os valores de referência, em todos os índices considerados – liquidez imediata, seca, corrente e geral. Logo, adverte-se que, em relação aos índices de liquidez, a abertura de capital deve ser desconsiderada, haja vista a notória capacidade de solvência da empresa, revelada por meio dos índices já destacados.

Compõem o segundo grupo os índices de estrutura, ou endividamento, os quais indicam a proporção das aplicações do capital de longo prazo, a relação das fontes de capitais entre si e os ativos de natureza permanente, além de ilustrarem o grau de dependência da empresa sobre o capital de terceiros (HOJI, 2014). Os valores obtidos são apresentados no gráfico a seguir:

Figura 2 – Índices de estrutura



Fonte: elaborado pelo autor.

Para os índices de estrutura, os valores máximos e mínimos variam. Em relação a garantia de capital próprio, quanto maior for o valor apresentado por esse índice, menor será a necessidade de angariar recursos. Inversamente, os demais índices devem retornar valores maiores do que a referência, tendo em vista que, quanto menor for a participação do capital de terceiros, menor é a necessidade de obtenção de capital para quitação das obrigações junto a estes. Da mesma forma que os outros grupos avaliados, os intervalos compreendidos entre as duas médias – quando existirem – assinalam um momento favorável, mas não imprescindível, para o processo de abertura de capital.

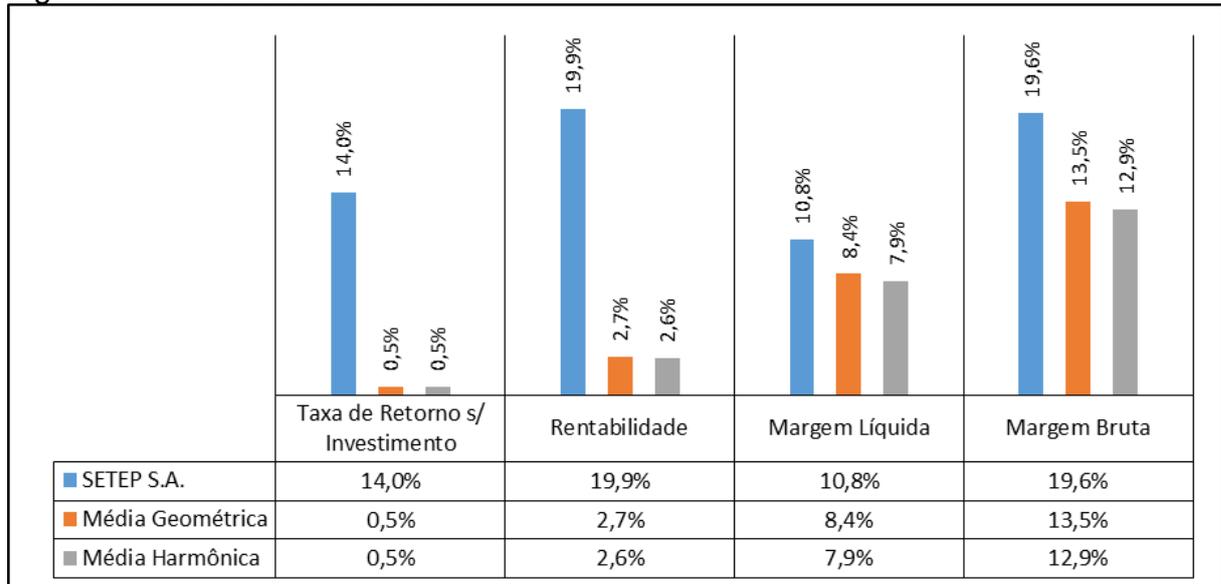
Em relação aos índices que indicam a participação do capital de terceiros, grau de endividamento, qualidade da dívida e endividamento financeiro, os valores da SETEP S.A. mantiveram-se abaixo do valor mínimo de referência. Fica evidente, assim, a negativa quanto ao processo de abertura de capital, embasado nesses resultados. Do mesmo modo, o índice de garantia do capital próprio alcançado desfavorece a *IPO*. Confirma-se esse parecer pelo fato de que, quanto maior a garantia do capital investido, menor é a necessidade de capital de terceiros para a liquidação das obrigações da companhia.

Destaca-se aqui a avaliação do índice de imobilização do capital próprio, pois os valores máximo e mínimo, ainda que bem definidos, podem ser avaliados de forma distinta. A imobilização de capital próprio pode ser fator favorável ao crescimento da empresa, em especial nos casos em que o imobilizado constitui-se em meio de desenvolvimento direto das atividades da mesma. O inverso também é verdadeiro, entendendo que o imobilizado está sujeito a depreciação e a geração de custos fixos. Sendo assim, considerou-se para essa pesquisa que os valores os quais ultrapassam a máxima de referência do referido índice, favorecem a abertura de capital.

Para a SETEP S.A., o índice de imobilização do capital próprio revelou-se acima da máxima de referência, favorecendo a abertura de capital. Ainda que o segmento da engenharia e construção requeira constante imobilização de capital, sobretudo em forma de máquinas e veículos pesados, o índice da empresa examinada é seis vezes maior do que a máxima de referência. Nesse caso, a *IPO* proveria recursos destinados a equilibrar a relação entre o capital próprio e o imobilizado.

No terceiro grupo estão elencados os índices pertinentes ao resultado da organização em determinado exercício. Para Helfert (2000), o interesse primordial dos investidores é a rentabilidade de sua aplicação, portanto, os índices de resultado representam, percentualmente, a proporção dos lucros obtidos em relação ao capital investido. O gráfico abaixo exhibe os índices alcançados:

Figura 3 – Índices de resultado



Fonte: elaborado pelo autor.

Para os índices de resultado, a média geométrica representa o valor máximo, o qual, se excedido, indica ao gestor que a situação econômico-financeira do exercício avaliado é desfavorável à abertura de capital. Tal parâmetro é corroborado pelo fato de que, quanto maiores forem os índices de resultado, maior é o retorno obtido pela companhia em cada exercício, sendo desnecessária a captação de recursos por meio de capital de terceiros. Do mesmo modo, se os índices de resultado não alcançam o valor mínimo, indicado pela média harmônica, torna-se mister ao gestor que este considere a abertura de capital como alternativa para o aumento de capital da empresa. Os intervalos compreendidos entre as duas médias – quando existirem – assinalam um momento favorável, mas não imprescindível, para o processo de abertura de capital.

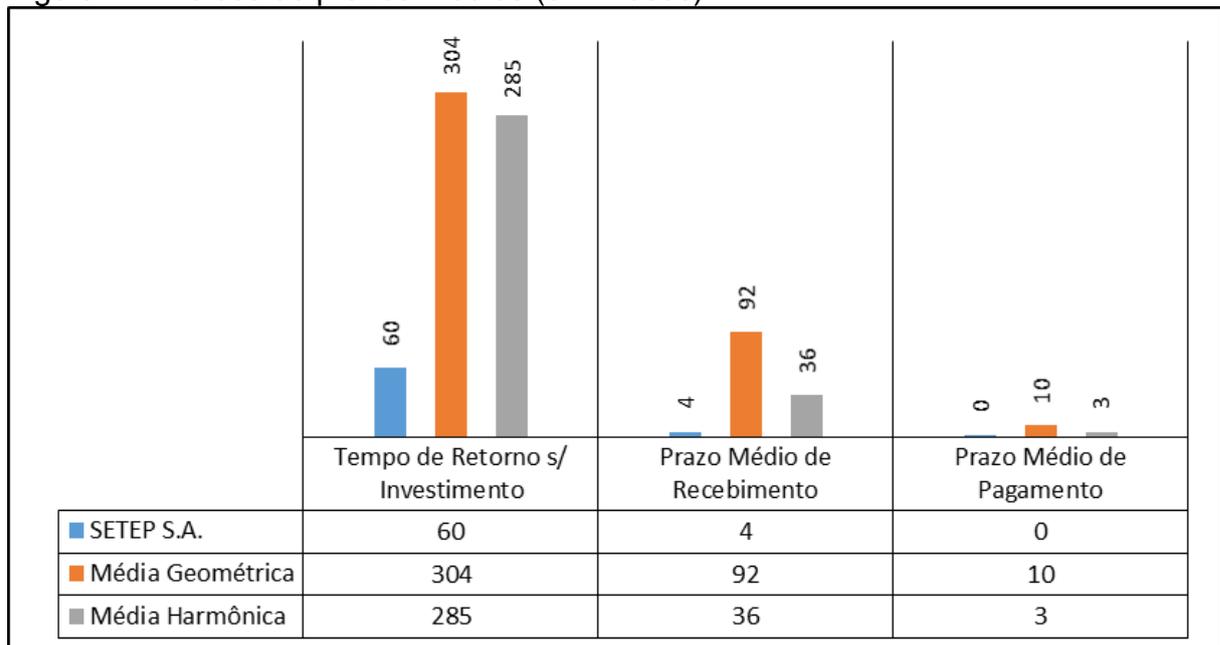
Com base nos resultados destacados no gráfico acima, vê-se que os índices de resultado da SETEP S.A. ultrapassaram os valores de referência, em todos os índices considerados – taxa de retorno, rentabilidade, margem líquida e

bruta. Logo, adverte-se que, em relação aos índices de resultado, a abertura de capital deve ser desconsiderada, levando-se em consideração que, a arrecadação de recursos provenientes dos serviços prestados pela empresa, torna a captação de recursos externos desnecessária.

O último grupo é composto pelos prazos médios, adicionando-se também o tempo de retorno do investimento. Apesar de não se relacionar diretamente aos prazos de recebimento e pagamento, o tempo de retorno também possui ligação com a DRE, além de ser expresso em unidades de tempo, assim como os prazos de recebimento e pagamento.

A partir dos índices desse grupo, pode-se construir modelos de análise do capital de giro e do fluxo de caixa, basicamente (MATARAZZO, 2010). Para que todos os resultados fossem avaliados em uma mesma unidade, foram convertidos em meses, conforme revela o gráfico abaixo:

Figura 4 – Índices de prazos médios (em meses)



Fonte: elaborado pelo autor.

Para os índices de prazos médios, os valores máximos e mínimos variam. Em relação ao tempo de retorno sobre o investimento e o prazo médio de recebimento, quanto menor for o resultado alcançado nesses índices, menor será a necessidade de angariar recursos. Inversamente, o prazo médio de pagamento deve retornar valores maiores do que os índices de referência, tendo em vista que, quanto

maior for o prazo de pagamento disponível, menor é a necessidade de obtenção de capital para quitação das obrigações. Da mesma forma que os outros grupos avaliados, os intervalos compreendidos entre as duas médias – quando existirem – assinalam um momento favorável, mas não imprescindível, para o processo de abertura de capital.

Com base nos resultados destacados no gráfico acima, vê-se que os índices de prazos médios da SETEP S.A. não atingiram os valores mínimos de referência, em todos os índices considerados – tempo de retorno, prazo médio de recebimento e pagamento. Portanto, atesta-se que, em relação ao tempo de retorno sobre o investimento e o prazo médio de pagamento, a abertura de capital deve ser desconsiderada, levando-se em consideração que, os meses para a equivalência do investimento inicial, assim como para o recebimento de clientes, desabona a captação de recursos externos.

Para o prazo médio de pagamento, o valor mínimo também não fora atingido. Entretanto, aqui a abertura de capital é extremamente indicada, tendo em vista a distância entre o valor mínimo de referência e o índice da SETEP S.A. Com um prazo de pagamento menor que um mês, indica-se a *IPO* como forma de obter numerário complementar à quitação das obrigações com fornecedores.

4.3.2 Síntese do parecer

No grupo dos índices de liquidez, constatou-se variação a maior em relação aos valores de referência, em todos os indicadores. Para o referido grupo, o parecer parcial é **desfavorável**, por unanimidade.

Os índices de estrutura da empresa avaliada destoaram dos referenciais, tanto para mais, quanto para menos. Essas variações, entretanto, revelaram uma situação estrutural e de endividamento que desfavorece a *IPO*, ainda que, dentre os seis índices considerados, a imobilização do capital próprio tenha retornado valores favoráveis ao processo. Com 83% dos resultados desaconselhando a abertura de capital, o parecer parcial desse grupo é **desfavorável**.

O grupo de índices de resultado apresentou valores que excederam o valor máximo, em todos os índices considerados. O parecer parcial, portanto, é **desfavorável**, por unanimidade.

Para o último grupo, dos três índices avaliados, dois apresentam-se

contrários à *IPO*. Com dois terços dos índices tendendo à permanência da posição atual quanto a abertura de capital, o parecer parcial do grupo é **desfavorável**.

Por meio das análises peculiares aos grupos de índices calculados, tornou-se possível a composição de uma síntese do parecer – um resumo – que contivesse um apanhado geral sobre as avaliações e a qual pôde, então, fornecer o parecer final sobre a viabilidade econômico-financeira da abertura de capital.

Para a composição da síntese foi utilizado um algoritmo construído especificamente para tal fim. Esse instrumento de pesquisa toma por base os dados econômico-financeiros, índices e médias já citados anteriormente, provisionando um parecer para cada índice e, ao final, a proporção dos pareceres individuais. O percentual dos pareceres proveu, com base na maioria simples – cinquenta por cento, mais um – a resposta quanto a viabilidade ou não da abertura de capital. O algoritmo em questão pode ser observado por meio da figura abaixo:

Figura 5 – Composição do parecer final

	SETEP S.A.	PARÂMETROS			PARECER
		MAX	INTERVALO	MIN	
Liquidez Imediata	1,70	0,25	0,05	0,20	DESFAVORÁVEL
Liquidez Seca	5,10	1,17	0,02	1,16	DESFAVORÁVEL
Liquidez Corrente	5,22	2,12	0,01	2,12	DESFAVORÁVEL
Liquidez Geral	2,64	1,54	0,00	1,54	DESFAVORÁVEL
Participação do Capital de Terceiros	29,4%	63,4%	0,00	63,4%	DESFAVORÁVEL
Garantia do Capital Próprio	239,9%	61,7%	0,01	60,3%	DESFAVORÁVEL
Grau de Endividamento	41,7%	227,3%	0,07	220,3%	DESFAVORÁVEL
Qualidade da Dívida	39,5%	56,8%	0,00	56,8%	DESFAVORÁVEL
Endividamento Financeiro	4,4%	63,5%	0,04	60,0%	DESFAVORÁVEL
Imobilização do Capital Próprio	31,8%	5,4%	0,02	3,7%	FAVORÁVEL
Taxa de Retorno s/ Investimento	14,0%	0,5%	0,00	0,5%	DESFAVORÁVEL
rentabilidade	19,9%	2,7%	0,00	2,6%	DESFAVORÁVEL
Margem Líquida	10,8%	8,4%	0,00	7,9%	DESFAVORÁVEL
Margem Bruta	19,6%	13,5%	0,01	12,9%	DESFAVORÁVEL
Tempo de Retorno s/ Investimento	60	304	19	285	DESFAVORÁVEL
Prazo Médio de Recebimento	4	92	56	36	DESFAVORÁVEL
Prazo Médio de Pagamento	0	10	6	3	FAVORÁVEL
SÍNTESE DO PARECER:				FAVORÁVEL	12%
				DESFAVORÁVEL	88%

Fonte: elaborado pelo autor.

Embasando-se nos dados acima, portanto, atestou-se a **inviabilidade** econômico-financeira da abertura de capital para a empresa SETEP S.A., levando-

se em conta que os quatro grupos de índices medidos retornaram pareceres desfavoráveis, e que fora respeitada a maioria simples para composição dessa síntese. Apenas dois foram os casos em que a abertura de capital poderia ser considerada, todavia, representaram apenas 12% do total de índices.

5 CONCLUSÃO

Entendendo que a procura por aplicações rentáveis aos investidores é uma oportunidade de captar mais recursos para seu desenvolvimento, uma empresa poderá considerar a possibilidade de alavancar seu crescimento por meio da abertura de seu capital, ou seja, realizando a Oferta Pública Inicial (*IPO*). Contudo, muitas são as sociedades anônimas de capital fechado que persistem nessa condição. Para Casagrande Neto (2000), são as principais justificativas para a não abertura de capital: a estrutura empresarial brasileira, a falta de necessidade de recursos imediatos, a fixação do preço de emissão e o desconhecimento do mercado. Embora destaque esses empecilhos, ele também afirma que a abertura de capital pode se transformar em uma forma estável de capitalização de recursos, o que permite às corporações a constância de um saldo de disponibilidades para futuros investimentos, além da consequente divisão dos riscos com os novos sócios, que virão a adquirir ações da companhia.

Com vistas aos pontos ressaltados anteriormente, delineou-se a situação problema que fundamentou esse trabalho: Quais os indicadores econômico-financeiros que apontam para a Oferta Pública Inicial (*IPO*) de uma sociedade anônima de capital fechado? Para que fosse possível responder tal questão, foram elencados quatro objetivos específicos que auxiliaram na construção da pesquisa e na obtenção do resultado.

A caracterização da empresa que foi objeto de estudo tratou do primeiro objetivo específico, onde foi possível avaliar o histórico, a atuação e o desempenho econômico-financeiro da companhia examinada. Conhecer o ramo de atuação e a situação da empresa tornou-se imprescindível, considerando que, para a composição dos valores de referência, foram expostos os dados econômico-financeiros de empresas do mesmo segmento, listadas na bolsa de valores. Optou-se por ressaltar os dados econômico-financeiros que compunham o balanço patrimonial e a DRE, cuja relevância para as análises fosse imperativa. Foram selecionados, assim, apenas os valores que fazem parte dos cálculos dos índices considerados para a composição do parecer da viabilidade da *IPO*.

Os índices procedentes dos dados econômico-financeiros das empresas de referência foram confrontados com aqueles oriundos das demonstrações da SETEP S.A. Equiparando-os, percebeu-se a disparidade entre os resultados,

dificultando uma leitura mais clara sobre a viabilidade da *IPO*. Haja vista a necessidade de se equalizar os valores de referência, foram empregadas a média aritmética simples e a mediana dos índices das vinte e quatro corporações de referência. No entanto, a média simples e a mediana não satisfizeram o nível de precisão esperado. Sendo assim, foram aplicadas as médias geométrica e harmônica, com base na média simples e na mediana dos valores de referência. Provendo a média geométrica e a harmônica, fez-se a avaliação dos índices obtidos para a SETEP S.A. em relação aos índices revelados pelas referidas médias.

Pode-se afirmar que a presente pesquisa alcançou dois resultados. O primeiro deles foi verificar que os parâmetros empregados nas equiparações entre a SETEP S.A. e demais empresas do mesmo segmento, oferecem uma resposta ao objetivo geral da pesquisa. Em outras palavras, são esses parâmetros os indicadores da viabilidade econômico-financeira da *IPO*, visados pelo autor desse trabalho. O segundo resultado diz respeito à possibilidade de tecer um parecer sobre a viabilidade econômico-financeira da abertura de capital para a empresa SETEP S.A. Com um parecer desfavorável, corrobora-se tal resultado por meio dos pareceres desfavoráveis oferecidos pelos quatro grupos de índices medidos. Apenas dois foram os casos em que a abertura de capital poderia ser considerada, todavia, representaram apenas 12% do total de índices.

Ainda assim, alguns incrementos poderiam ser considerados, na tentativa de oferecer indicadores mais sólidos, que possam determinar com mais segurança os parâmetros econômico-financeiros para a *IPO*. Uma das possíveis melhorias é a utilização de índices que possam projetar um cenário posterior a abertura de capital, considerando os resultados obtidos pela negociação das ações na BOVESPA, por exemplo. A projeção desse cenário pode estimar os ganhos provenientes da *IPO*, permitindo uma análise sobre se os montantes arrecadados atenderão às demandas da empresa.

É oportuno considerar ainda que, a abertura de capital, do ponto de vista subjetivo, como define Casagrande Neto (2000), considera pontos como a cultura organizacional, a visão dos sócios sobre o processo de abertura de capital, ou ainda a valorização da marca ou nome da empresa. Como o viés dessa pesquisa foi orientado pelo parecer técnico, apresentou-se um resultado parcialmente completo, pois desconsiderou aspectos subjetivos, como a viabilidade da abertura de capital como forma de consolidar o nome da empresa para além do seu mercado atual – o

estado de Santa Catarina. Assim sendo, novos estudos podem ampliar os horizontes da presente pesquisa, seja determinando índices de referência com maior solidez, ou ainda, abarcando os aspectos subjetivos que influenciam na tomada de decisão do processo de abertura de capital.

A conclusão à qual se chega, portanto, reforça que, embora boa parte das sociedades anônimas de capital fechado opte por manter tal conformação, a abertura de capital representa uma fase do desenvolvimento da empresa que não pode ser ignorada. Tendo em vista a escassez de referências que auxiliem nessa etapa do crescimento corporativo, os indicadores econômico-financeiros providos pela presente pesquisa poderão compor as análises de gestores financeiros, oferecendo resultados semelhantes aos atingidos com a aplicação dos instrumentos de avaliação, balizadores do presente estudo.

REFERÊNCIAS

AS 500 maiores do sul. **AMANHÃ e PwC**. Disponível em: <<http://www.amanha.com.br/500maiores/#500maioressul>> Acesso em: 10 out. 2015.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico: elaboração de trabalhos na graduação**. São Paulo: Atlas, 2001.

ANDREZO, Andrea F. LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

_____. **Mercado financeiro**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ASTI VERA, Armando. **Metodologia da pesquisa científica**. Tradução de Maria Helena Guedes Crespo e Beatriz Marques Magalhães. Porto Alegre: Globo, 1979.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. In: VERGARA, Sylvia Constant. **Métodos de pesquisa em administração**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BARROS, Benedicto Ferri de. **Mercado de capitais e abc de investimentos**. 4ª ed. São Paulo: Atlas. 1970.

BLATT, Adriano. **Análise de balanços: estrutura e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis**. São Paulo: MAKRON Books, 2001.

BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo. **Ser companhia aberta é poder contar com o mercado de capitais para crescer**. São Paulo: BOVESPA, 2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital.aspx?Idioma=pt-br>> Acesso em: 12 out. 2015.

BREALEY, Richard A. MYERS, Stewart C. ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. Tradução de Celso Roberto Paschoa. Porto Alegre: AMGH, 2013.

CARLBERG, Conrad. **Administrando a empresa com excel**. Tradução de Katia Aparecida Roque. São Paulo: Pearson Makron Books, 2003.

CASAGRANDE NETO, Humberto. SOUZA, Lucy A. ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3ª ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2000.

CORDEIRO FILHO, Ari. **Ações e reações no mercado de capitais**. Rio de Janeiro: APEC, 1977.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Sobre a CVM**. São Paulo: CVM, 2015. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>
Acesso em 12 out. 2015.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GROPPELLI, A. A. NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. Tradução de Célio Knipel Moreira. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

HELPERT, Erich A. **Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir o desempenho dos negócios**. Tradução de André Castro. 9ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

KAMM, Jacob O. *Economics of Investment*, 1957. In: BARROS, Benedicto Ferri de. **Mercado de capitais e abc de investimentos**. 4ª ed. São Paulo: Atlas. 1970.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do mercado de capitais**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MILONE, Giuseppe. **Estatística: geral e aplicada**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

MORANTE, Antonio Salvador. JORGE, Fauzi Timaco. **Administração financeira: decisões de curto prazo, decisões de longo prazo, indicadores de desempenho**. São Paulo: Atlas, 2007.

MUNN, Glenn G. *Encyclopedia of Banking and Finance*. In: BARROS, Benedicto Ferri de. **Mercado de capitais e abc de investimentos**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 1970.

OLIVEIRA, Gilson Alves de. PACHECO, Marcelo Marques. **Mercado financeiro**. São Paulo: Fundamento Educacional, 2006.

OLIVEIRA, Miguel Delmar de. **Introdução ao mercado de ações: o que é, para que serve, sua importância para o Brasil**. São Paulo: Comissão Nacional de Bolsa de Valores, 1979.

OLIVEIRA, Silvio Luiz de. **Tratado de metodologia científica: projetos de pesquisa, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e pesquisa em administração**: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. São Paulo: Atlas, 2009.

ROSS, Stephen A. **Administração financeira**. Tradução de Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.

_____. **Princípios da administração financeira**. Tradução de Andrea Maria Accioly. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SANTOS, José Evaristo dos. **Mercado financeiro brasileiro**: instituições e instrumentos. São Paulo: Atlas, 1999.

SETEP, SETEP Construções S.A. **Histórico**. Disponível em: <<http://setep.com.br/historico.php>> Acesso em: 30 abr. 2016.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SOUSA, Almir Ferreira de. **Avaliação de investimento**: uma abordagem prática. São Paulo: Saraiva, 2007.

SPIEGEL, Murray R. **Estatística**. Tradução de José Lucimar do Nascimento. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

TIBONI, Conceição Gentil Rebelo. **Estatística básica**: para os cursos de administração, ciências contábeis, tecnológicos e de gestão. São Paulo: Atlas, 2010.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. **Mercado de capitais brasileiro**: uma introdução. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

VERGARA, Sylvia Constant. **Métodos de pesquisa em administração**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Demonstrações econômico-financeiras da SETEP S.A.

BALANÇO PATRIMONIAL	2015	AV	2014	AV	AH
ATIVO	187.646.324,00	100,0%	175.628.369,42	100,0%	6,8%
CIRCULANTE	113.851.519,06	60,7%	115.567.505,82	65,8%	-1,5%
Caixa e equivalentes de caixa	37.179.345,31	19,8%	6.872.216,95	3,9%	441,0%
Clientes	47.217.724,69	25,2%	45.521.888,38	25,9%	3,7%
Serviços executados a faturar	25.753.530,69	13,7%	53.418.846,56	30,4%	-51,8%
Adiantamentos	390.562,30	0,2%	298.220,96	0,2%	31,0%
Impostos a recuperar	171.877,56	0,1%	6.447.132,02	3,7%	-97,3%
Estoques	2.592.540,11	1,4%	1.988.097,58	1,1%	30,4%
Recursos financeiros vinculados	-	0,0%	-	0,0%	0,0%
Outros direitos realizáveis	520.406,67	0,3%	998.924,84	0,6%	-47,9%
Despesas do exercício seguinte	25.531,73	0,0%	22.178,53	0,0%	15,1%
NÃO CIRCULANTE	73.794.804,94	39,3%	60.060.863,60	34,2%	22,9%
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	31.627.370,71	16,9%	11.563.814,03	6,6%	173,5%
Outros direitos realizáveis	1.968.738,66	1,0%	1.400.423,37	0,8%	40,6%
Partes relacionadas	9.524.492,21	5,1%	5.022.195,37	2,9%	89,6%
Participação em consórcios empresariais	20.134.139,84	10,7%	5.141.195,29	2,9%	291,6%
INVESTIMENTOS	-	0,0%	118.418,95	0,1%	-100,0%
Participação em outras sociedades	-	0,0%	118.418,95	0,1%	-100,0%
IMOBILIZADO	42.167.434,23	22,5%	48.378.630,62	27,5%	-12,8%
Terrenos	2.165.449,88	1,2%	2.165.449,88	1,2%	0,0%
Edificações	1.964.463,93	1,0%	1.964.463,93	1,1%	0,0%
Máquinas e equipamentos	50.121.839,05	26,7%	49.690.425,32	28,3%	0,9%
Móveis e utensílios	173.533,56	0,1%	173.533,56	0,1%	0,0%
Veículos	23.257.748,87	12,4%	23.132.310,96	13,2%	0,5%
Direitos de uso	4.404,57	0,0%	-	0,0%	0,0%
Imobilizações em andamento	59.984,70	0,0%	4.404,57	0,0%	1261,9%
Depreciação acumulada	- 35.579.990,33	-19,0%	- 28.751.957,60	-16,4%	23,7%
	2015	AV	2014	AV	AH
PASSIVO	187.646.324,00	100,0%	175.628.369,42	100,0%	6,8%
CIRCULANTE	21.818.737,96	11,6%	19.049.307,19	10,8%	14,5%
Fornecedores	7.944.248,53	4,2%	7.913.656,60	4,5%	0,4%
Salários e ordenados	934.378,55	0,5%	888.200,73	0,5%	5,2%
Impostos, taxas e contribuições	6.566.001,43	3,5%	2.630.171,78	1,5%	149,6%
Instituições financeiras	5.044.889,10	2,7%	6.444.687,23	3,7%	-21,7%
Provisão de férias	1.323.637,11	0,7%	885.138,30	0,5%	49,5%
Partes relacionadas	-	0,0%	-	0,0%	0,0%
Outras obrigações	5.583,24	0,0%	287.452,55	0,2%	0,0%
		0,0%			0,0%
		0,0%			0,0%
NÃO CIRCULANTE	165.827.586,04	88,4%	156.579.062,23	89,2%	5,9%
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	33.384.320,75	17,8%	43.823.259,41	25,0%	-23,8%
Impostos, taxas e contribuições	445.115,68	0,2%	527.110,17	0,3%	-15,6%
Instituições financeiras	772.790,31	0,4%	5.817.779,37	3,3%	-86,7%
Provisão para contingências	2.239.002,58	1,2%	1.879.761,23	1,1%	19,1%
Tributos diferidos	16.937.228,83	9,0%	19.931.465,81	11,3%	-15,0%
Partes relacionadas	12.701.985,45	6,8%	15.667.142,83	8,9%	-18,9%
Outras despesas	288.197,90	0,2%	-	0,0%	0,0%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	132.443.265,29	70,6%	112.755.802,82	64,2%	17,5%
Capital realizado	70.000.000,00	37,3%	70.000.000,00	39,9%	0,0%
Reserva legal	5.593.559,06	3,0%	4.276.082,03	2,4%	30,8%
Reserva de lucros	56.849.706,23	30,3%	38.479.720,79	21,9%	47,7%
De exercícios anteriores a disposição da assembléia	38.417.642,41	20,5%	24.382.039,29	13,9%	57,6%
Do exercício a disposição da assembléia	18.432.063,82	9,8%	14.097.681,50	8,0%	0,0%

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS DO EXERCÍCIO (DRE)	2015	AV	2014	AV	AH
Receita líquida da prestação de serviços	244.920.095,47	100,0%	225.053.314,58	100,0%	8,8%
Custo dos serviços prestados	197.021.184,25	80,4%	170.844.628,27	75,9%	15,3%
LUCRO BRUTO	47.898.911,22	19,6%	54.208.686,31	24,1%	-11,6%
Despesas gerais e administrativas	12.339.683,98	5,0%	23.203.794,82	10,3%	-46,8%
Outras receitas e despesas	706.520,77	0,3%	2.170.677,10	1,0%	-67,5%
RESULTADO ANTES DOS EFEITOS FINANCEIROS	34.852.706,47	14,2%	28.834.214,39	12,8%	20,9%
Receitas financeiras	3.525.406,46	1,4%	2.079.193,00	0,9%	69,6%
Despesas financeiras	8.468.055,71	3,5%	5.867.929,59	2,6%	44,3%
RESULTADO ANTES DAS PROVISÕES DE IMPOSTOS, CONTRIBUIÇÕES E JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO	29.910.057,22	12,2%	25.045.477,80	11,1%	19,4%
Provisão p/ IRPJ e CSLL - correntes	9.080.721,31	3,7%	971.491,79	0,4%	834,7%
Provisão p/ IRPJ e CSLL - diferidos	817.994,03	0,3%	8.034.819,82	3,6%	-89,8%
REVERSÃO DE JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO	6.599.999,78	2,7%	4.789.999,93	2,1%	37,8%
LUCRO LÍQUIDO	26.611.341,66	10,9%	20.829.166,12	9,3%	27,8%
Prejuízos das operações descontinuadas	261.801,03	0,1%	947.396,19	0,4%	-72,4%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	26.349.540,63	10,8%	19.881.769,93	8,8%	32,5%
Lucro líquido por ação	263,50		198,82		

DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA (DFC)	2015	2014
ATIVIDADES OPERACIONAIS	62.704.968,69	12.539.966,01
Lucro líquido do exercício	26.349.540,63	19.881.769,93
Ajustado por:		
Depreciação do período	6.828.032,73	6.707.331,34
Reversão dos juros s/ capital próprio	- 6.599.999,78	- 4.789.999,93
Ajuste de exercícios anteriores	- 62.078,38	- 0,43
Varição dos ativos e passivos		
Clientes	- 1.695.836,31	929.415,79
Serviços executados a faturar	27.665.315,87	- 1.969.168,11
Adiantamentos	- 92.341,34	471.999,47
Impostos a recuperar	6.275.254,46	- 4.119.487,16
Estoques	- 604.442,53	- 303.495,45
Outros direitos realizáveis	- 89.797,12	- 1.157.628,53
Despesas do exercício seguinte	- 3.353,20	- 21.114,60
Fornecedores	30.591,93	- 5.711.702,56
Salários e ordenados a pagar	46.177,82	71.812,22
Impostos, taxas e contribuições	3.853.835,16	887.024,40
Provisão de férias	438.498,81	- 146.310,50
Outras obrigações	6.328,59	280.581,55
Provisões p/ contingência	359.241,35	1.528.938,58
ATIVIDADES DE INVESTIMENTOS	- 15.491.361,94	- 7.313.896,55
Investimentos	118.418,95	526.715,34
Aumento do imobilizado	- 616.836,34	- 2.899.416,60
Redução do imobilizado	-	200.000,00
Participações em consórcios empresariais	- 14.992.944,55	- 5.141.195,29
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS	- 26.950.869,13	- 2.303.352,41
Instituições financeiras	- 6.444.787,19	- 20.655.597,16
Recursos financeiros vinculados	-	2.562.812,54
Partes relacionadas ativas	- 14.546.687,58	- 2.512.595,37
Partes relacionadas passivas	- 2.965.157,38	7.485.697,36
Tributos diferidos	- 2.994.236,98	10.816.330,22
VARIAÇÃO NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA	30.307.128,36	2.922.717,05
Saldo no início do exercício	6.872.216,95	3.949.499,90
Saldo no final do exercício	37.179.345,31	6.872.216,95

DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO (DVA)	2015	2014
RECEITA BRUTA	263.371.449,02	243.494.406,88
Insumos adquiridos de terceiros	172.113.980,98	160.762.960,59
Materiais consumidos	124.460.679,86	93.726.043,34
Serviços de terceiros	27.253.001,06	35.784.565,14
Água, energia, seguros e comunicação	739.053,58	724.839,83
Materiais de consumo e expediente	1.198.541,31	1.287.148,35
Materiais de manutenção e conservação de bens	17.412.895,06	15.928.014,72
Perda na realização de ativos	116.379,59	12.157.430,69
Viagens e estadas	498.280,69	576.536,96
Outros custos	435.149,83	578.381,56
VALOR ADICIONADO BRUTO	91.257.468,04	82.731.446,29
Retenções	6.828.882,73	6.707.331,34
Depreciações	6.828.882,73	6.707.331,34
Amortizações	-	-
VALOR ADICIONADO LÍQUIDO PRODUZIDO PELA ENTIDADE	84.428.585,31	76.024.114,95
VALORES RECEBIDOS DE TERCEIROS	3.525.406,46	2.602.372,76
Receitas financeiras	3.525.406,46	2.079.193,00
Outras receitas	-	358.928,23
Lucros recebidos	-	164.251,53
VALOR ADICIONADO TOTAL A DISTRIBUIR	87.953.991,77	78.626.487,71
DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO	87.953.991,77	78.626.487,71
Pessoal e encargos	25.552.540,60	23.584.675,35
Impostos, taxas e contribuições	32.108.168,68	31.405.248,63
Terceiros (juros)	1.868.055,93	1.077.929,66
Terceiros (aluguéis)	2.075.685,93	2.676.864,14
Lucro líquido do exercício	26.349.540,63	19.881.769,93

DEMONSTRAÇÃO DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (DMPL)

EVENTOS	CAPITAL REALIZADO	RESERVA LEGAL	RESERVA DE LUCROS	TOTAL
Saldo em 2013	70.000.000,00	3.281.993,53	24.382.039,72	97.664.033,25
Lucro líquido do exercício	-	-	19.881.769,93	19.881.769,93
Ajuste de exercícios anteriores	-	-	0,43	0,43
Juros s/ capital próprio distribuídos	-	-	4.789.999,93	4.789.999,93
Constituição de reserva legal	-	994.088,50	994.088,50	-
Saldo em 2014	70.000.000,00	4.276.082,03	38.479.720,79	112.755.802,82
Lucro líquido do exercício	-	-	26.349.540,63	26.349.540,63
Ajuste de exercícios anteriores	-	-	62.078,38	62.078,38
Juros s/ capital próprio distribuídos	-	-	6.599.999,78	6.599.999,78
Constituição de reserva legal	-	1.317.477,03	1.317.477,03	-
Saldo em 2015	70.000.000,00	5.593.559,06	56.849.706,23	132.443.265,29
MUTAÇÕES DO PERÍODO	-	1.317.477,03	18.369.985,44	19.687.462,47

Fonte: adaptado pelo autor.

APÊNDICE B – Dados econômico-financeiros das empresas de referência

Referência: Azevedo		Referência: Brookfield	
Ativo Total	60.951.000,00	Ativo Total	1.038.852.000,00
Ativo Circulante	25.734.000,00	Ativo Circulante	250.140.000,00
Caixa e Equivalentes	425.000,00	Caixa e Equivalentes	24.667.000,00
Contas a Receber	13.069.000,00	Contas a Receber	95.588.000,00
Estoques	2.728.000,00	Estoques	124.939.000,00
Realizável de Longo Prazo	7.746.000,00	Realizável de Longo Prazo	777.547.000,00
Ativo Permanente	26.908.000,00	Ativo Permanente	10.731.000,00
Passivo Total	60.951.000,00	Passivo Total	1.038.852.000,00
Passivo Circulante	24.435.000,00	Passivo Circulante	347.078.000,00
Contas a Pagar	6.916.000,00	Contas a Pagar	-
Exigível de Longo Prazo	50.255.000,00	Exigível de Longo Prazo	543.459.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	2.245.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	480.061.000,00
Capital de Terceiros	74.690.000,00	Capital de Terceiros	890.537.000,00
Patrimônio Líquido	- 13.748.000,00	Patrimônio Líquido	148.315.000,00
Receita Anual	35.426.000,00	Receita Anual	65.484.000,00
Despesas com Vendas	-	Despesas com Vendas	539.000,00
Despesas Administrativas	1.539.000,00	Despesas Administrativas	3.499.000,00
Lucro Bruto	- 532.000,00	Lucro Bruto	14.153.000,00
Lucro Líquido	- 806.000,00	Lucro Líquido	11.949.000,00

Referência: CAL S.A.		Referência: CR2	
Ativo Total	53.289.000,00	Ativo Total	97.750.000,00
Ativo Circulante	35.329.000,00	Ativo Circulante	95.400.000,00
Caixa e Equivalentes	1.285.000,00	Caixa e Equivalentes	51.387.000,00
Contas a Receber	18.646.000,00	Contas a Receber	7.623.000,00
Estoques	15.249.000,00	Estoques	33.830.000,00
Realizável de Longo Prazo	13.431.000,00	Realizável de Longo Prazo	2.348.000,00
Ativo Permanente	255.000,00	Ativo Permanente	2.000,00
Passivo Total	53.289.000,00	Passivo Total	97.750.000,00
Passivo Circulante	30.529.000,00	Passivo Circulante	8.145.000,00
Contas a Pagar	412.000,00	Contas a Pagar	79.000,00
Exigível de Longo Prazo	17.936.000,00	Exigível de Longo Prazo	25.238.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	8.947.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	30.120.000,00
Capital de Terceiros	48.465.000,00	Capital de Terceiros	33.383.000,00
Patrimônio Líquido	4.675.000,00	Patrimônio Líquido	62.984.000,00
Receita Anual	2.551.000,00	Receita Anual	14.530.000,00
Despesas com Vendas	15.000,00	Despesas com Vendas	344.000,00
Despesas Administrativas	1.632.000,00	Despesas Administrativas	1.788.000,00
Lucro Bruto	- 12.000,00	Lucro Bruto	5.634.000,00
Lucro Líquido	254.000,00	Lucro Líquido	3.170.000,00

Referência: Cyrela		Referência: Direcional Eng.	
Ativo Total	1.751.937.000,00	Ativo Total	116.086.000,00
Ativo Circulante	832.079.000,00	Ativo Circulante	102.256.000,00
Caixa e Equivalentes	98.370.000,00	Caixa e Equivalentes	12.945.000,00
Contas a Receber	313.375.000,00	Contas a Receber	43.286.000,00
Estoques	420.334.000,00	Estoques	43.504.000,00
Realizável de Longo Prazo	809.495.000,00	Realizável de Longo Prazo	12.046.000,00
Ativo Permanente	109.973.000,00	Ativo Permanente	1.784.000,00
Passivo Total	1.751.937.000,00	Passivo Total	116.086.000,00
Passivo Circulante	341.197.000,00	Passivo Circulante	15.284.000,00
Contas a Pagar	69.860.000,00	Contas a Pagar	3.672.000,00
Exigível de Longo Prazo	295.203.000,00	Exigível de Longo Prazo	22.386.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	188.666.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	13.884.000,00
Capital de Terceiros	636.400.000,00	Capital de Terceiros	37.670.000,00
Patrimônio Líquido	1.023.659.000,00	Patrimônio Líquido	77.873.000,00
Receita Anual	252.951.000,00	Receita Anual	23.177.000,00
Despesas com Vendas	19.771.000,00	Despesas com Vendas	669.000,00
Despesas Administrativas	8.780.000,00	Despesas Administrativas	742.000,00
Lucro Bruto	55.898.000,00	Lucro Bruto	6.332.000,00
Lucro Líquido	30.495.000,00	Lucro Líquido	5.439.000,00

Referência: Even		Referência: EZTec	
Ativo Total	517.951.000,00	Ativo Total	248.972.000,00
Ativo Circulante	369.741.000,00	Ativo Circulante	117.743.000,00
Caixa e Equivalentes	19.121.000,00	Caixa e Equivalentes	4.107.000,00
Contas a Receber	90.124.000,00	Contas a Receber	24.121.000,00
Estoques	226.902.000,00	Estoques	83.095.000,00
Realizável de Longo Prazo	143.100.000,00	Realizável de Longo Prazo	130.262.000,00
Ativo Permanente	5.099.000,00	Ativo Permanente	965.000,00
Passivo Total	517.951.000,00	Passivo Total	248.972.000,00
Passivo Circulante	238.906.000,00	Passivo Circulante	38.450.000,00
Contas a Pagar	13.257.000,00	Contas a Pagar	2.407.000,00
Exigível de Longo Prazo	141.652.000,00	Exigível de Longo Prazo	28.599.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	134.411.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	5.200.000,00
Capital de Terceiros	380.558.000,00	Capital de Terceiros	67.049.000,00
Patrimônio Líquido	125.311.000,00	Patrimônio Líquido	181.923.000,00
Receita Anual	69.498.000,00	Receita Anual	22.825.000,00
Despesas com Vendas	9.129.000,00	Despesas com Vendas	1.059.000,00
Despesas Administrativas	7.641.000,00	Despesas Administrativas	2.401.000,00
Lucro Bruto	6.571.000,00	Lucro Bruto	9.545.000,00
Lucro Líquido	1.526.000,00	Lucro Líquido	8.824.000,00

Referência: Gafisa		Referência: Helbor	
Ativo Total	871.298.000,00	Ativo Total	542.842.000,00
Ativo Circulante	751.761.000,00	Ativo Circulante	327.941.000,00
Caixa e Equivalentes	65.235.000,00	Caixa e Equivalentes	154.418.000,00
Contas a Receber	278.193.000,00	Contas a Receber	60.818.000,00
Estoques	231.360.000,00	Estoques	87.695.000,00
Realizável de Longo Prazo	112.757.000,00	Realizável de Longo Prazo	152.181.000,00
Ativo Permanente	5.203.000,00	Ativo Permanente	1.289.000,00
Passivo Total	871.298.000,00	Passivo Total	542.842.000,00
Passivo Circulante	314.412.000,00	Passivo Circulante	203.906.000,00
Contas a Pagar	22.284.000,00	Contas a Pagar	7.857.000,00
Exigível de Longo Prazo	203.549.000,00	Exigível de Longo Prazo	205.092.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	146.634.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	197.496.000,00
Capital de Terceiros	517.961.000,00	Capital de Terceiros	408.998.000,00
Patrimônio Líquido	333.126.000,00	Patrimônio Líquido	109.066.000,00
Receita Anual	142.763.000,00	Receita Anual	51.831.000,00
Despesas com Vendas	10.828.000,00	Despesas com Vendas	-
Despesas Administrativas	8.575.000,00	Despesas Administrativas	3.209.000,00
Lucro Bruto	12.263.000,00	Lucro Bruto	8.436.000,00
Lucro Líquido	12.287.000,00	Lucro Líquido	6.029.000,00

Referência: JHSF Part.		Referência: João Fortes S.A.	
Ativo Total	466.395.000,00	Ativo Total	269.375.000,00
Ativo Circulante	201.848.000,00	Ativo Circulante	134.810.000,00
Caixa e Equivalentes	72.397.000,00	Caixa e Equivalentes	1.847.000,00
Contas a Receber	129.451.000,00	Contas a Receber	76.736.000,00
Estoques	-	Estoques	11.010.000,00
Realizável de Longo Prazo	6.135.000,00	Realizável de Longo Prazo	95.866.000,00
Ativo Permanente	246.238.000,00	Ativo Permanente	1.054.000,00
Passivo Total	466.395.000,00	Passivo Total	269.375.000,00
Passivo Circulante	248.449.000,00	Passivo Circulante	96.487.000,00
Contas a Pagar	7.104.000,00	Contas a Pagar	867.000,00
Exigível de Longo Prazo	16.866.000,00	Exigível de Longo Prazo	28.004.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	8.126.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	90.070.000,00
Capital de Terceiros	265.315.000,00	Capital de Terceiros	124.491.000,00
Patrimônio Líquido	104.157.000,00	Patrimônio Líquido	76.295.000,00
Receita Anual	42.527.000,00	Receita Anual	12.839.000,00
Despesas com Vendas	1.033.000,00	Despesas com Vendas	1.026.000,00
Despesas Administrativas	6.857.000,00	Despesas Administrativas	6.559.000,00
Lucro Bruto	16.279.000,00	Lucro Bruto	868.000,00
Lucro Líquido	9.077.000,00	Lucro Líquido	651.000,00

Referência: Lix da Cunha		Referência: Mendes Junior	
Ativo Total	228.252.000,00	Ativo Total	3.735.287.000,00
Ativo Circulante	117.654.000,00	Ativo Circulante	64.757.000,00
Caixa e Equivalentes	8.000,00	Caixa e Equivalentes	14.000,00
Contas a Receber	117.613.000,00	Contas a Receber	64.743.000,00
Estoques	33.000,00	Estoques	-
Realizável de Longo Prazo	27.331.000,00	Realizável de Longo Prazo	3.663.663.000,00
Ativo Permanente	2.149.000,00	Ativo Permanente	2.819.000,00
Passivo Total	228.252.000,00	Passivo Total	3.735.287.000,00
Passivo Circulante	156.536.000,00	Passivo Circulante	1.686.151.000,00
Contas a Pagar	14.824.000,00	Contas a Pagar	14.117.000,00
Exigível de Longo Prazo	5.959.000,00	Exigível de Longo Prazo	1.322.606.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	2.575.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	1.956.477.000,00
Capital de Terceiros	162.495.000,00	Capital de Terceiros	3.008.757.000,00
Patrimônio Líquido	65.757.000,00	Patrimônio Líquido	726.530.000,00
Receita Anual	138.000,00	Receita Anual	125.000.000,00
Despesas com Vendas	-	Despesas com Vendas	-
Despesas Administrativas	472.000,00	Despesas Administrativas	4.101.000,00
Lucro Bruto	265.000,00	Lucro Bruto	- 33.200.000,00
Lucro Líquido	265.000,00	Lucro Líquido	- 33.200.000,00

Referência: MRV		Referência: PDG	
Ativo Total	567.369.000,00	Ativo Total	519.043.000,00
Ativo Circulante	413.268.000,00	Ativo Circulante	368.643.000,00
Caixa e Equivalentes	73.056.000,00	Caixa e Equivalentes	37.935.000,00
Contas a Receber	83.445.000,00	Contas a Receber	110.052.000,00
Estoques	234.030.000,00	Estoques	190.232.000,00
Realizável de Longo Prazo	150.925.000,00	Realizável de Longo Prazo	117.075.000,00
Ativo Permanente	2.870.000,00	Ativo Permanente	898.000,00
Passivo Total	567.369.000,00	Passivo Total	519.043.000,00
Passivo Circulante	172.237.000,00	Passivo Circulante	139.505.000,00
Contas a Pagar	35.687.000,00	Contas a Pagar	10.052.000,00
Exigível de Longo Prazo	115.844.000,00	Exigível de Longo Prazo	118.114.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	29.693.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	112.755.000,00
Capital de Terceiros	288.081.000,00	Capital de Terceiros	257.619.000,00
Patrimônio Líquido	272.538.000,00	Patrimônio Líquido	256.972.000,00
Receita Anual	61.524.000,00	Receita Anual	67.950.000,00
Despesas com Vendas	5.186.000,00	Despesas com Vendas	-
Despesas Administrativas	15.393.000,00	Despesas Administrativas	3.396.000,00
Lucro Bruto	8.215.000,00	Lucro Bruto	1.270.000,00
Lucro Líquido	3.347.000,00	Lucro Líquido	- 1.317.000,00

Referência: Rodobens Imob.		Referência: Rossi	
Ativo Total	181.354.000,00	Ativo Total	981.290.000,00
Ativo Circulante	124.803.000,00	Ativo Circulante	556.452.000,00
Caixa e Equivalentes	18.085.000,00	Caixa e Equivalentes	14.482.000,00
Contas a Receber	46.466.000,00	Contas a Receber	294.855.000,00
Estoques	35.672.000,00	Estoques	203.366.000,00
Realizável de Longo Prazo	54.268.000,00	Realizável de Longo Prazo	420.884.000,00
Ativo Permanente	2.283.000,00	Ativo Permanente	1.490.000,00
Passivo Total	181.354.000,00	Passivo Total	981.290.000,00
Passivo Circulante	58.509.000,00	Passivo Circulante	374.372.000,00
Contas a Pagar	2.811.000,00	Contas a Pagar	8.696.000,00
Exigível de Longo Prazo	58.602.000,00	Exigível de Longo Prazo	279.375.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	59.027.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	134.538.000,00
Capital de Terceiros	117.111.000,00	Capital de Terceiros	653.747.000,00
Patrimônio Líquido	64.242.000,00	Patrimônio Líquido	290.253.000,00
Receita Anual	18.955.000,00	Receita Anual	100.707.000,00
Despesas com Vendas	1.277.000,00	Despesas com Vendas	11.966.000,00
Despesas Administrativas	22.998.000,00	Despesas Administrativas	7.575.000,00
Lucro Bruto	- 8.034.000,00	Lucro Bruto	5.761.000,00
Lucro Líquido	- 8.675.000,00	Lucro Líquido	3.733.000,00

Referência: Sondotécnica		Referência: Sultepa	
Ativo Total	73.313.000,00	Ativo Total	673.636.000,00
Ativo Circulante	36.038.000,00	Ativo Circulante	101.563.000,00
Caixa e Equivalentes	14.271.000,00	Caixa e Equivalentes	7.265.000,00
Contas a Receber	19.936.000,00	Contas a Receber	80.035.000,00
Estoques	79.000,00	Estoques	13.985.000,00
Realizável de Longo Prazo	32.149.000,00	Realizável de Longo Prazo	393.505.000,00
Ativo Permanente	4.590.000,00	Ativo Permanente	172.521.000,00
Passivo Total	73.313.000,00	Passivo Total	673.636.000,00
Passivo Circulante	17.128.000,00	Passivo Circulante	187.309.000,00
Contas a Pagar	1.417.000,00	Contas a Pagar	18.052.000,00
Exigível de Longo Prazo	7.810.000,00	Exigível de Longo Prazo	291.600.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	-	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	144.697.000,00
Capital de Terceiros	24.938.000,00	Capital de Terceiros	478.909.000,00
Patrimônio Líquido	48.346.000,00	Patrimônio Líquido	174.394.000,00
Receita Anual	20.922.000,00	Receita Anual	28.723.000,00
Despesas com Vendas	-	Despesas com Vendas	195.000,00
Despesas Administrativas	3.391.000,00	Despesas Administrativas	5.705.000,00
Lucro Bruto	9.800.000,00	Lucro Bruto	- 1.669.000,00
Lucro Líquido	156.000,00	Lucro Líquido	- 5.767.000,00

Referência: Tecnisa		Referência: Tecnosolo S.A.	
Ativo Total	508.955.000,00	Ativo Total	50.942.000,00
Ativo Circulante	388.217.000,00	Ativo Circulante	37.125.000,00
Caixa e Equivalentes	19.998.000,00	Caixa e Equivalentes	2.665.000,00
Contas a Receber	105.513.000,00	Contas a Receber	28.334.000,00
Estoques	232.184.000,00	Estoques	3.048.000,00
Realizável de Longo Prazo	92.729.000,00	Realizável de Longo Prazo	6.537.000,00
Ativo Permanente	2.958.000,00	Ativo Permanente	6.936.000,00
Passivo Total	508.955.000,00	Passivo Total	50.942.000,00
Passivo Circulante	205.824.000,00	Passivo Circulante	18.194.000,00
Contas a Pagar	5.413.000,00	Contas a Pagar	2.123.000,00
Exigível de Longo Prazo	148.527.000,00	Exigível de Longo Prazo	13.988.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	158.361.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	7.302.000,00
Capital de Terceiros	354.351.000,00	Capital de Terceiros	32.182.000,00
Patrimônio Líquido	145.201.000,00	Patrimônio Líquido	18.760.000,00
Receita Anual	65.890.000,00	Receita Anual	16.294.000,00
Despesas com Vendas	3.326.000,00	Despesas com Vendas	-
Despesas Administrativas	8.612.000,00	Despesas Administrativas	2.088.000,00
Lucro Bruto	- 20.921.000,00	Lucro Bruto	681.000,00
Lucro Líquido	- 21.871.000,00	Lucro Líquido	681.000,00

Referência: Trisul		Referência: Viver S.A.	
Ativo Total	271.253.000,00	Ativo Total	819.471.000,00
Ativo Circulante	220.603.000,00	Ativo Circulante	719.673.000,00
Caixa e Equivalentes	23.870.000,00	Caixa e Equivalentes	33.367.000,00
Contas a Receber	75.419.000,00	Contas a Receber	81.780.000,00
Estoques	109.476.000,00	Estoques	590.926.000,00
Realizável de Longo Prazo	46.769.000,00	Realizável de Longo Prazo	69.638.000,00
Ativo Permanente	1.633.000,00	Ativo Permanente	30.160.000,00
Passivo Total	271.253.000,00	Passivo Total	819.471.000,00
Passivo Circulante	96.257.000,00	Passivo Circulante	326.366.000,00
Contas a Pagar	4.562.000,00	Contas a Pagar	7.417.000,00
Exigível de Longo Prazo	42.896.000,00	Exigível de Longo Prazo	455.465.000,00
Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	37.477.000,00	Emp. e Financ. (Curto e Longo Prazo)	124.133.000,00
Capital de Terceiros	139.153.000,00	Capital de Terceiros	781.831.000,00
Patrimônio Líquido	123.916.000,00	Patrimônio Líquido	33.517.000,00
Receita Anual	48.196.000,00	Receita Anual	55.598.000,00
Despesas com Vendas	2.404.000,00	Despesas com Vendas	4.528.000,00
Despesas Administrativas	4.457.000,00	Despesas Administrativas	4.998.000,00
Lucro Bruto	16.081.000,00	Lucro Bruto	5.964.000,00
Lucro Líquido	13.811.000,00	Lucro Líquido	3.602.000,00

Fonte: elaborado pelo autor.

ANEXO

ANEXO A – Relação das empresas de referência

CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DAS EMPRESAS E FUNDOS NEGOCIADOS NA BM&FBOVESPA			
SETOR ECONÔMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	CÓDIGO
Construção e Transporte	Construção e Engenharia	Construção Civil	
		BROOKFIELD	BISA
		CONST A LIND	CALI
		CR2	CRDE
		CYRELA REALT	CYRE
		DIRECIONAL	DIRR
		EVEN	EVEN
		EZTEC	EZTC
		GAFISA	GFSA
		HELBOR	HBOR
		JHSF PART	JHSF
		JOAO FORTES	JFEN
		MRV	MRVE
		PDG REALT	PDGR
		RODOBENSIMOB	RDNI
		ROSSI RESID	RSID
		TECNISA	TCSA
		TGLT	TGLT
		TRISUL	TRIS
		VIVER	VIVR
		Construção Pesada	
		AZEVEDO	AZEV
		CONST BETER	COBE
		LIX DA CUNHA	LIXC
		MENDES JR	MEND
		SULTEPA	SULT

Fonte: BOVESPA (2015).