



Enfoque: Reflexão Contábil

ISSN: 1517-9087

eduem@uem.br

Universidade Estadual de Maringá  
Brasil

Perucelo, Marcos Roberto; Prates Silveira, Moisés; Espejo, Robert Armando  
AS ANÁLISES ECONÔMICO-FINANCEIRA TRADICIONAL E DINÂMICA E O DESEMPENHO  
PERCEBIDO PELO MERCADO DE AÇÕES: UM ESTUDO DE EMPRESAS DO SETOR TÊXTIL E  
VESTUÁRIO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1998 A 2007

Enfoque: Reflexão Contábil, vol. 28, núm. 3, septiembre-diciembre, 2009, pp. 36-50  
Universidade Estadual de Maringá  
Paraná, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=307124255003>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica  
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal  
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

# AS ANÁLISES ECONÔMICO-FINANCEIRA TRADICIONAL E DINÂMICA E O DESEMPENHO PERCEBIDO PELO MERCADO DE AÇÕES: UM ESTUDO DE EMPRESAS DO SETOR TÊXTIL E VESTUÁRIO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1998 A 2007

**Marcos Roberto Perucelo**

Especialização em Contabilidade e Finanças pela  
Universidade Federal do Paraná  
prates@ufpr.br

**Moisés Prates Silveira**

Mestrado em Administração pela  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul  
prates@ufpr.br

**Robert Armando Espejo**

Mestrando do Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná  
Especialização em Contabilidade e Controladoria pela Universidade Estadual de Maringá  
armando@ufpr.br

## RESUMO

Analisar os dados contábeis das empresas é uma competência exigida dos analistas financeiros, pois esta ação pode ser importante para o valor da empresa na Bolsa de Valores. O objetivo deste trabalho é identificar se o mercado acionário é capaz de reconhecer o desempenho das empresas analisadas pelas técnicas tradicional e dinâmica, com base no balanço patrimonial e demonstrativos de lucros e perdas. A abordagem metodológica foi descritiva e utilizou-se de documentos de empresas têxteis brasileiras que têm ações na Bolsa de Valores de São Paulo- Bovespa. Dados de 1998 a 2007 foram analisados e mostraram que a empresa que teve a melhor avaliação dos métodos de análise dinâmica e tradicional também foi considerada a melhor empresa do mercado de ações, sugerindo que os dados contábeis são importantes para os investidores.

**Palavras-chave:** Análise econômico-financeira. Modelo Fleuriet. Desempenho. Mercado de ações.

## TRADITIONAL AND DYNAMIC ECONOMIC-FINANCIAL ANALYSES AND PERFORMANCE AS PERCEIVED BY THE STOCK MARKET: A STUDY OF TEXTILE AND CLOTHING SECTOR COMPANIES FROM BRAZIL, 1998-2007

## ABSTRACT

Analyse the accounting data of the companies is a competence required from the financial analysts, because this action can be important for the value of the company in the Stock Market. The aim of this paper is to identify if the Stock Market is able to recognize the companies performance analysed by the traditional and dynamic techniques, based on the balance sheet and profit and loss demonstratives. The methodological approach was descriptive and it was used documents from brazilian textile companies that have theirs stocks on the Brazilian Stock Market - Bovespa. Data from 1998 to 2007 were analysed and showed that the company that had the best rating in the dynamic and traditional methods was also the best company considered by the Stock Market evaluation, suggesting that the accounting data are important for the investors.

**Keywords:** Economic and financial analysis. Fleuriet Model. Performance. Stock market.

## 1 INTRODUÇÃO

No final dos anos 60, a contabilidade brasileira

começou a migrar de uma abordagem de tradição econômica e normativa para uma perspectiva baseada em informação, buscando

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

semelhança com a contabilidade norte-americana, em virtude do incremento de negociação no mercado de ações no Brasil. Desde então, observa-se que “os relatórios financeiros devem fornecer informações que sejam úteis para os investidores atuais e futuros, credores e outros usuários” (LOPES; MARTINS, 2005, p. 13-14).

Considera-se, portanto, que a contabilidade é a mola propulsora do mercado de capitais, pois é responsável por prover informações essenciais para os analistas de mercado, que realizam análises técnica e fundamentalista com vistas a negociação de ações. De acordo com Matarazzo (2008, p. 17), o analista de balanços é o profissional responsável por transformar as demonstrações financeiras produzidas pela contabilidade em informações que permitam a tomada de decisões. Para auxiliá-lo no desempenho dessa tarefa, o analista emprega uma série de técnicas desenvolvidas e aperfeiçoadas ao longo do tempo.

Neste sentido, mais precisamente com relação à análise fundamentalista, observa-se a aplicação de técnicas tradicionais de diagnóstico das demonstrações contábeis e de um método mais dinâmico especificamente com relação ao capital de giro, denominada análise dinâmica. Esta análise, proposta por Fleuriel no final dos anos 70, foi apresentada como complemento da análise tradicional. Segundo esse modelo, “em vez de [as instituições financeiras] se perguntarem: *se essa empresa fechar as portas o que sobra para nós?*, passaram a fazer outro questionamento: *como fazer essa empresa continuar funcionando e pagando seus compromissos em dia?*” (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 165, grifo do autor).

As análises econômico-financeiras dinâmica e tradicional fornecem um conjunto de indicadores e métodos por meio dos quais pode-se inferir quão saudável a situação econômico-financeira da empresa encontra-se em determinado período. O desempenho da empresa no mercado de ações, por outro lado, também é uma variável a ser considerada

como referencial de performance de uma empresa.

Diante disso, o problema da pesquisa procura dar resposta à seguinte questão: **o mercado de ações consegue perceber o desempenho diagnosticado pelas análises econômico-financeiras dinâmica e tradicional das empresas?** Por meio dessa questão orientadora, objetiva-se verificar se o preço das ações, por meio de uma carteira virtual, é capaz de traduzir o desempenho das análises dinâmica e tradicional, aplicadas em relatórios econômico-financeiros de empresas de capital aberto do setor Têxtil e Vestuário do Brasil, no período de 1998 a 2007.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 ANÁLISE ECONÔMICO – FINANCEIRA TRADICIONAL

A análise de balanços tem por objetivo a extração de informações a partir de relatórios econômico-financeiros para tomada de decisões. Por meio da análise das demonstrações financeiras, o analista toma conhecimento da estrutura de capitais da empresa ao observar a evolução de dados contábeis como as contas a receber e a pagar, os estoques, faturamento, entre outros (MILTERSTEINER, 2003, p. 13).

Apesar de ter sido difundida no Brasil apenas no final dos anos 60, a análise de balanços começou a ser utilizada pelo sistema bancário já no final do século XIX, sendo que os bancos são até hoje os principais usuários da análise de balanços. (MATARAZZO, 2008, p. 20, 22) Alguns dos índices que surgiram no início da análise de balanços permanecem em uso atualmente. No quadro 1 pode-se observar um resumo dos principais índices utilizados.

Dependendo do ponto de vista abordado pelo analista, a análise econômico-financeira poderá ter a finalidade de verificar o desempenho da empresa em relação ao passado, presente ou futuro. Mesmo sabendo que os fatos contábeis refletem eventos já realizados, é possível ainda assim projetar o futuro de demonstrações financeiras (MILTERSTEINER, 2003, p. 14).

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

ÍNDICE	FÓRMULA
Estrutura de Capital	
Participação de Capitais de Terceiros (Endividamento)	$\frac{\text{Capitais de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
Composição do Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capitais de Terceiros}} \times 100$
Imobilização do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
Imobilização dos Recursos Não-Correntes	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \times 100$
Liquidez	
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Seca	$\frac{\text{Disponível} + \text{Títulos a Receber} + \text{Outros Ativos de Rápida Conversibilidade}}{\text{Passivo Circulante}}$
Rentabilidade	
Giro do Ativo	$\frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo}}$
Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$
Rentabilidade do Ativo	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}} \times 100$
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100$

**Quadro 1 – Resumo dos índices**

Fonte: Adaptado de MATARAZZO (2008).

A análise por meio de índices acontece ao se relacionar contas das demonstrações contábeis, com o objetivo de medir o desempenho econômico-financeiro da empresa. Os índices mais utilizados normalmente estão agrupados nos seguintes grupos: índices de liquidez, índices de endividamento, índices de atividade e índices de rentabilidade (SATO, 2007, p. 31).

Os índices de liquidez, também chamados de índices de solvência, procuram medir a base financeira da empresa. Os índices de endividamento procuram indicar o nível de endividamento da empresa, bem como sua capacidade de pagar suas dívidas. Os índices de atividade medem a eficiência da utilização dos ativos da empresa, por meio da mensuração do giro dos estoques, das duplicatas a receber e das duplicatas a pagar. Os índices de rentabilidade, por sua vez, indicam o grau de sucesso econômico da companhia (SATO, 2007, p. 31-32).

Algumas críticas são atribuídas à análise tradicional. Na análise financeira tradicional, está presente o pressuposto de que o pagamento das dívidas de uma empresa depende da liquidação dos seus ativos, o que acontece no momento em que a companhia é fechada. Uma alternativa melhor seria assumir que a empresa precisa dar continuidade a suas operações, pois a empresa vale pelas rendas que pode produzir no futuro, o que dá origem à abordagem dinâmica, em oposição à estática do balanço patrimonial (HOPP; LEITE, 1989, p. 64-65).

## 2.2 ANÁLISE DINÂMICA DO CAPITAL DE GIRO – MODELO FLEURIET

Além das técnicas tradicionais, uma empresa pode ser avaliada por “modelos de avaliação mais dinâmicos e analíticos, tais como o modelo dinâmico”. O modelo dinâmico também é conhecido como Modelo Fleuriet, análise

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

avançada do capital de giro ou análise dinâmica do capital de giro. (SATO, 2007, p. 32) Tal modelo é utilizado atualmente em instituições financeiras como Serasa, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco Itaú e Banco do Brasil, entre outras (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 168), e fornece informações a respeito do equilíbrio financeiro da empresa, por meio da identificação da necessidade de investimento no giro das operações da empresa e do volume de recursos permanentes necessário para o financiamento desse giro.

Na realidade dinâmica das empresas, as contas do ativo e do passivo são classificadas conforme o tempo que leva para realização de um ciclo. Algumas contas apresentam movimentação mais lenta, podendo ser consideradas permanentes ou não-cíclicas. O movimento de outras contas, no entanto, com movimento relacionado ao ciclo operacional do negócio, pode ser denominado contínuo e cíclico. Existem também contas que não estão relacionadas diretamente com as operações, cujo movimento pode ser classificado como descontínuo e errático (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 7). A análise dinâmica do capital de giro substancia-se nas relações entre capital circulante líquido, investimento operacional em giro e tesouraria.

O Capital Circulante Líquido (CCL) é a diferença entre ativo circulante e passivo circulante, sendo a parcela do ativo circulante financiada por recursos de longo prazo. Investimento Operacional em Giro (IOG) é o nome dado à aplicação permanente de fundos necessária quando, no ciclo financeiro, as saídas de caixa acontecem antes das entradas de caixa. O IOG pode ser definido então pela expressão:  $IOG = \text{ativo cíclico} - \text{passivo cíclico}$  (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 7). Ativo errático e passivo errático são contas circulantes que não estão ligadas diretamente às operações da empresa, sendo que seus valores podem sofrer alterações aleatoriamente. O saldo de Tesouraria (T) é definido como a diferença entre ativo e passivo erráticos ( $T = \text{ativo errático} - \text{passivo errático}$ ) (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 13-26). A Figura 1 apresenta a tipologia de empresas apresentadas pelo Modelo Fleuriet.

Tipo	CCL	IOG	Condição	T	Situação
I	> 0	< 0	$CCL > IOG$	> 0	Excelente
II	> 0	> 0	$CCL > IOG$	> 0	Sólida
III	< 0	< 0	$CCL > IOG$	> 0	Arriscada
IV	> 0	> 0	$CCL < IOG$	< 0	Insatisfatória
V	< 0	< 0	$CCL < IOG$	< 0	Ruim
VI	< 0	> 0	$CCL < IOG$	< 0	Péssima

**Figura 1 – Tipologia de Empresas segundo o Modelo Fleuriet**

Fonte: Adaptado de Braga (1991).

O enfoque da análise econômico-financeira mudou quando o modelo dinâmico surgiu. Se a análise era baseada em dados estáticos, voltados para a solvência e descontinuidade dos negócios, com a análise dinâmica seu foco volta-se para a real situação financeira da empresa, integrada às suas atividades operacionais. Por meio da reorganização das contas, são extraídas as variáveis utilizadas pelo modelo dinâmico que, combinadas, permitem a identificação de seis tipos de estruturas financeiras. (SATO, 2007, p. 21)

## 2.3 O MERCADO DE AÇÕES E A ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

O preço de uma ação depende da oferta e da procura no mercado em geral. As tendências dos preços das ações são estudadas por duas escolas, a escola gráfica e a escola fundamentalista. A primeira, essencial para escolha do momento certo para compra ou venda de ações, baseia-se em análise de gráficos. A última, fundamental para escolha de quais ações negociar, baseia-se em informações setoriais e da empresa (FORTUNA, 2002, p. 439-440).

A análise gráfica, também conhecida como análise técnica, define projeções do comportamento das ações, tendo como base padrões observados no histórico de preços. Na análise fundamentalista, pressupõe-se que os resultados econômicos e financeiros da empresa contribuem na determinação do valor da ação (SILVA; FÁVERO, 2007, p. 4-5). Com relação à

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

análise gráfica, após a realização de testes envolvendo suas estratégias, Saffi (2003, p. 972) afirma que “as estratégias de análise técnica não devem ser utilizadas para auxiliar as decisões de investimento”, apesar de elas serem utilizadas em larga escala por pequenos investidores no Brasil. Ele completa dizendo que “a performance destas estratégias é fruto do acaso e seu uso leva o investidor médio a fracassar na tentativa de obter ganhos”.

A análise fundamentalista baseia-se em dados econômicos-financeiros da empresa, relacionando-os com dados do setor e da economia. Essa análise, cujo pressuposto é que o preço da ação depende do desempenho econômico da empresa, utiliza índices financeiros, denominados índices fundamentalistas, como uma de suas ferramentas (MILTERSTEINER, 2003, p. 13).

Os índices de avaliação de ações, também denominados índices de bolsa, são apenas um dos vários aspectos a serem considerados no tocante à avaliação de ações. Esses índices, que fazem uso de dados como a cotação e as demonstrações financeiras, têm o objetivo de avaliar a viabilidade do investimento em ações de uma empresa (MATARAZZO, 2008, p. 301). Dentre os principais índices de bolsa estão o Lucro por Ação (LPA) e o Preço sobre Lucro por Ação (P/L). O LPA, que deve obrigatoriamente ser publicado pelas companhias de capital aberto, indica a quantia do lucro equivalente a cada ação. Já o P/L “indica em quanto tempo o investidor obteria o retorno do capital aplicado na aquisição de ações se fosse mantido o lucro por ação verificado no último exercício” (MATARAZZO, 2008, p. 306).

Ações de valor é a denominação dada às ações com baixo preço de mercado em relação ao lucro (baixo P/L), ao fluxo de caixa, ao valor contábil ou aos dividendos por ações. Ações de crescimento, por outro lado, são as ações que possuem um alto índice P/L. (VIEIRA; GAVA, 2005, p. 2221) No Brasil, o ambiente inflacionário e de seguidas intervenções na economia acrescenta um grau de dificuldade na utilização do indicador P/L. O lucro de uma empresa brasileira pode apresentar variações

significativas de um ano para outro, fazendo com que o P/L calculado tanto para o passado quanto para o futuro pode não significar nada (MILTERSTEINER, 2003, p. 16).

De acordo com a teoria de mercado eficiente, os preços no mercado devem refletir toda informação, passada ou presente, disponível sobre a empresa, eliminando qualquer possibilidade de resultados anormais. Dentre as conclusões alcançadas a partir de extensivos estudos realizados nos últimos 30 anos, pode-se afirmar que: existe forte correlação positiva entre preços de ações e respectivos lucros das empresas; os preços das ações parecem antecipar o lucro por causa de fontes de informação diferentes da contabilidade; mercados sofisticados tendem a aproveitar melhor as notas explicativas (LOPES; MARTINS, 2005).

Lopes e Martins (2005, p. 7) atestam que as evidências levantadas pelos diversos estudos já realizados por outros autores parecem indicar que “a contabilidade é relevante para investidores de mercado de capitais e que o mercado é eficiente com respeito à informação contábil”. Segundo eles, por meio de analistas, corretoras, bancos e investidores em geral, “o mercado financeiro é um dos maiores usuários da informação contábil”. Apesar disso, eles afirmam que há uma lacuna na literatura brasileira no tocante ao impacto da informação contábil em relação ao mercado de capitais, sob a ótica da contabilidade.

## 2.4 O SETOR TÊXTIL E VESTUÁRIO NO BRASIL

Segundo Lupatini (2007), a indústria têxtil-vestuário é composta de diversas etapas produtivas inter-relacionadas, tais como fiação, tecelagem, acabamentos e confecção. É uma das indústrias mais disseminadas no mundo e constitui importante fonte de geração de renda e de emprego para muitos países. O Brasil está entre os principais produtores da indústria têxtil-vestuário.

A indústria brasileira desse setor passou por profundas transformações na década de 1990 e

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

sofreu influência da abertura comercial e do Plano Real. Mesmo assim, a cadeia de produção têxtil-vestuário tem grande potencial de geração de renda e de emprego no Brasil. Fato raro entre países em desenvolvimento, o Brasil possui praticamente todos os segmentos da indústria têxtil-vestuário, integrando atividades desde a produção de fibras até a confecção. Na década de 90, as alíquotas de importação dos produtos deste setor caíram significativamente, o que prejudicou suas vendas no Brasil e no exterior. Nesse quadro, destacam-se dois elementos: a taxa de câmbio sobrevalorizada e os baixos preços dos produtos asiáticos.

Ainda segundo Lupatini (2007), no Brasil, a indústria têxtil-vestuário teve uma modernização do parque produtivo a partir das mudanças ocorridas na economia brasileira na década de 1990, embora essa modernização ainda esteja aquém da observada em países desenvolvidos. As grandes empresas do setor deslocaram unidades produtivas para regiões onde o custo da força de trabalho é mais barato e para regiões que oferecem incentivos fiscais. Recentemente, grandes empresas estão se internacionalizando e se tornando mais flexíveis na distribuição das atividades produtivas e comerciais, por meio de associações com empresas estrangeiras e/ou a instalação de unidades produtivas em outros países, buscando inserir-se nos grandes mercados.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A investigação em questão pode ser classificada como **descritiva**, principalmente no que se refere a associações entre variáveis, pois objetiva o detalhamento das propriedades de uma população ou fenômeno ou a associação entre variáveis (GIL, 1991). Segundo Gil (1991, p. 46), existem pesquisas descritivas que “acabam servindo mais para proporcionar uma nova visão do problema, o que as aproxima das pesquisas exploratórias”.

Esta pesquisa faz uso não somente de livros e artigos científicos, mas principalmente de

demonstrativos econômicos-financeiros. Por isso, quanto à coleta de dados, o trabalho também pode ser classificado como pesquisa **bibliográfica** e **documental**, valendo-se da técnica de **estudo de caso** da indústria têxtil na busca do conhecimento detalhado de uma amostra de empresas.

#### 3.2 COLETA DE DADOS

O sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi usado como fonte dos dados econômico-financeiros. Para visualização dos documentos, foi utilizado o software Sistema Divulgação Externa ITR/DFP/IAN, DIVEXT, versão 8.1, obtido em Janeiro/2007. As empresas classificadas como Têxtil e Vestuário e que não estavam com situação de registro cancelada na CVM foram escolhidas como universo da pesquisa.

Os dados históricos do Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) foram obtidos no sítio da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e possibilitaram a atualização das demonstrações contábeis. O sítio da Bovespa foi consultado para coleta dos dados do mercado de capitais das empresas. Por meio do sistema de busca de dados históricos disponível nesse endereço, foram obtidas planilhas contendo os seguintes dados: resumo das negociações, mercado à vista (diário e mensal) e mercado fracionário e mercado a termo (diário e mensal). Os índices IBovespa e INDX também foram obtidos no sítio da Bovespa. Os indicadores históricos da poupança foram obtidos no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

#### 3.3 SELEÇÃO DE EMPRESAS PARA ESTUDO

O universo da pesquisa compreende as empresas de capital aberto do setor Têxtil e Vestuário, no período de 1998 a 2007. Desse universo, foi selecionada uma amostra compreendendo seis empresas desse setor, que são: Hering, Teka, Guararapes, Karsten, Santanense e Cedro. A Tabela 1 contempla as empresas classificadas e as selecionadas para este estudo.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

**Tabela 1 – Empresas classificadas**

Denominação Social <sup>1</sup>	Receita de 1998 a 2007
Vicunha Têxtil S.A.	17.770
Cia. Hering	5.673
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.	5.326
Confecções Guararapes S.A.	3.986
Karsten S.A.	3.347
Cia. de Fiação e Tecidos Cedro Cachoeira	3.144
Companhia Tecidos Santanense	3.020
Fab. Tecidos Carlos Renaux S.A.	1.258
Fiação e Tecelagem São José S.A.	920
Unitêxtil União Indl. Têxtil S.A.	286
Tecblu – Tecelagem Blumenau S.A.	10

Fonte: Os autores (2008).

Cabe ressaltar que foram excluídas da amostra as empresas que não tiveram suas receitas publicadas em um ou mais exercícios sociais. Em seguida, foi selecionada uma faixa de empresas cuja soma das receitas brutas é semelhante, isto é, a variação das somas das receitas é menos que 100%. Assim, foram eliminadas as seguintes empresas: Vicunha (variação de 213% em relação a Hering); Carlos Renaux, São José, Unitêxtil e Tecblu (variação acima de 140% em relação a Santanense). O Quadro 2 contém mais informações sobre as empresas selecionadas.

Denominação social	Sede	Atividade principal	Produtos e serviços
Cia. Hering	Blumenau-SC	Fabricação e comércio de produtos de fiação, tecelagem, malharia e confecções	Marca Hering, outras marcas e exportação
Karsten S.A.	Blumenau-SC	Fabricação e comércio de fios, tecidos e produtos têxteis em geral	Cama, mesa, banho, decoração/bordar e outros
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.	Blumenau-SC	Fabricação de artigos de cama, mesa e banho	Linha cama, linha banho, linha copa, vestuário, linha mesa, decoração e outros
Cia. de Fiação e Tecidos Cedro Cachoeira	Belo Horizonte-MG	Indústria têxtil	Tecidos de algodão, liocel, poliéster (tintos e estampados)
Cia. Tecidos Santanense	Montes Claros-MG	Indústria têxtil	Brins, profissionais e jeans
Guararapes Confecções S.A.	Natal-RN	Confecções de roupas e tecidos em geral	Camisas, calças, bermudas, cuecas e outros

**Quadro 2 – Empresas selecionadas para estudo**

Fonte: Os autores (2008), adaptado de dados extraídos da CVM.

## 4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 RESULTADO DA ANÁLISE TRADICIONAL

Com relação à análise tradicional nesta pesquisa, será dada ênfase à análise através de índices, cujo produto são indicadores obtidos por meio da interação entre os elementos dos balanços patrimoniais e demonstrações de resultado de cada empresa. Os principais indicadores obtidos dessa forma são os estabelecidos no Quadro 1 do referencial teórico. A tabela a seguir sumariza os indicadores econômico-financeiros e da ciclometria das companhias Guararapes, Hering, Teka, Karsten, Santanense e Cedro, no período de 2004 a 2007. Os dados de 1998 a 2004 foram analisados mas subtraídos da tabela em virtude do número máximo de palavras permitido pelo congresso.

Para efetuar os cálculos da avaliação geral das empresas, foi aplicada a metodologia proposta por Matarazzo (2008). A referida técnica não emprega os indicadores Liquidez Imediata, Capitalização e Grau de Alavancagem Financeira, nem o ciclo de produção, o ciclo operacional, o ciclo financeiro equivalente ou a necessidade de recursos. Portanto, esses indicadores não foram utilizados para efeito da avaliação geral das empresas. De acordo com a metodologia de avaliação geral, após a obtenção dos indicadores econômico-financeiros, é preciso calcular uma nota para cada indicador e, em seguida, atribuir pesos a eles. Neste trabalho, o cálculo da nota diferencia-se do cálculo proposto por Matarazzo (2008) ao considerar a média dos respectivos indicadores ao invés de medianas e decis.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------



**Tabela 2 – Resultado da análise tradicional**

	2004	2005	2006	2007
<b>Guararapes</b>				
Liquidez Corrente	2,61	3,00	3,32	2,97
Liquidez Seca	2,02	2,51	2,83	2,43
Liquidez Geral	1,85	1,35	1,62	1,74
Liquidez Imediata	0,26	0,90	1,31	0,68
Part. Cap. Terc. - %	15,90	26,44	24,50	20,65
Comp. Exigibilid. - %	69,71	44,51	48,60	58,57
Imob. Rec. própr. - %	86,48	90,82	84,81	84,63
Imob. Rec. N-Corr. - %	82,51	79,20	75,33	77,96
Capitalização - %	88,04	82,46	79,75	81,66
Margem Líquida - %	39,64	20,67	46,48	33,03
Rent. do Ativo - %	13,73	7,76	16,10	12,63
Rent. Patr. Líq. - %	15,59	9,41	20,19	15,47
Produtividade	0,35	0,38	0,35	0,38
Grau de Alav. Fin.	-1,14	1,21	-1,25	1,22
Ciclo de Produção	29,5	26,4	26,4	28,5
Ciclo Operacional	106,9	109,5	120,2	124,5
Ciclo Fin. Equiv.	78,7	83,4	99,3	104,9
Nec. de Recursos - R\$ mil	50.001	(2.582)	(50.397)	59.593
<b>Hering</b>				
Liquidez Corrente	1,19	1,01	1,39	2,01
Liquidez Seca	0,91	0,80	1,03	1,69
Liquidez Geral	0,38	0,36	0,39	0,73
Liquidez Imediata	0,05	0,03	0,04	0,89
Part. Cap. Terc. - %	66.141,54	2.242,97	1.257,65	223,87
Comp. Exigibilid. - %	21,35	22,68	17,28	28,30
Imob. Rec. própr. - %	40.967,86	1.531,50	867,65	159,39
Imob. Rec. N-Corr. - %	78,60	83,50	76,09	61,18
Capitalização - %	1,48	2,21	5,78	20,01
Margem Líquida - %	(5,31)	9,67	5,21	5,06
Rent. do Ativo - %	(2,43)	4,13	2,30	2,26
Rent. Patr. Líq. - %	(164,03)	186,76	39,86	11,29
Produtividade	0,46	0,43	0,44	0,45
Grau de Alav. Fin.	-67,51	45,23	-17,30	5,00
Ciclo de Produção	34,3	37,3	35,7	40,9
Ciclo Operacional	111,7	128,9	119,5	126,7
Ciclo Fin. Equiv.	75,5	94,4	90,8	103,5
Nec. de Recursos - R\$ mil	71.246	84.975	81.968	(48.715)
<b>Teka</b>				
Liquidez Corrente	0,24	0,22	0,18	0,17
Liquidez Seca	0,18	0,14	0,09	0,06
Liquidez Geral	0,37	0,37	0,31	0,29
Liquidez Imediata	0,00	0,01	0,00	0,00
Part. Cap. Terc. - %	(818,19)	(455,61)	(308,55)	(250,23)
Comp. Exigibilid. - %	49,83	54,19	55,38	50,02
Imob. Rec. própr. - %	(414,23)	(188,96)	(111,88)	(78,35)
Imob. Rec. N-Corr. - %	133,41	173,79	296,88	312,72
Capitalização - %	(4,30)	(20,82)	(37,73)	(56,90)
Margem Líquida - %	(49,12)	(30,67)	(34,21)	(29,87)
Rent. do Ativo - %	(18,04)	(13,85)	(17,97)	(16,54)
Rent. Patr. Líq. - %	419,55	66,50	47,64	29,07
Produtividade	0,37	0,45	0,53	0,55
Grau de Alav. Fin.	23,26	-4,80	2,65	-1,76
Ciclo de Produção	24,1	27,7	31,6	39,2
Ciclo Operacional	68,1	63,5	65,2	60,2
Ciclo Fin. Equiv.	(31,1)	(26,0)	(11,0)	(2,3)
Nec. de Recursos - R\$ mil	(21.058)	(22.799)	(9.796)	(3.229)
<b>Karsten</b>				
Liquidez Corrente	2,03	2,63	2,41	2,59
Liquidez Seca	1,12	1,62	1,59	2,02
Liquidez Geral	1,44	1,62	1,30	1,44
Liquidez Imediata	0,05	0,05	0,10	0,18
Part. Cap. Terc. - %	96,66	76,97	113,74	102,82
Comp. Exigibilid. - %	65,70	60,31	52,25	54,41
Imob. Rec. própr. - %	57,26	52,57	66,16	55,07
Imob. Rec. N-Corr. - %	43,00	40,27	42,87	37,50
Capitalização - %	48,26	53,47	51,93	48,03
Margem Líquida - %	4,80	1,68	(12,45)	4,59
Rent. do Ativo - %	5,60	1,82	(14,80)	5,48
Rent. Patr. Líq. - %	11,60	3,40	(28,49)	11,42
Produtividade	1,17	1,08	1,19	1,19
Grau de Alav. Fin.	-2,07	1,87	-1,93	2,08

Ciclo de Produção	73,2	72,2	58,3	45,9
Ciclo Operacional	141,1	154,8	143,9	139,4
Ciclo Fin. Equiv.	127,6	140,8	132,5	130,2
Nec. de Recursos - R\$ mil	111.649	100.929	88.941	76.557

<b>Cedro</b>				
Liquidez Corrente	1,08	1,18	0,93	0,77
Liquidez Seca	0,47	0,59	0,46	0,40
Liquidez Geral	1,11	1,12	0,92	0,85
Liquidez Imediata	0,10	0,14	0,09	0,10
Part. Cap. Terc. - %	45,08	39,31	58,20	67,00
Comp. Exigibilid. - %	94,36	84,94	80,51	84,34
Imob. Rec. própr. - %	94,85	95,48	104,77	109,80
Imob. Rec. N-Corr. - %	92,50	90,14	94,09	99,38
Capitalização - %	65,38	70,35	67,50	61,56
Margem Líquida - %	10,83	13,02	(11,17)	(2,21)
Rent. do Ativo - %	9,30	9,74	(7,11)	(1,70)
Rent. Patr. Líq. - %	14,23	13,84	(10,54)	(2,76)
Produtividade	0,86	0,75	0,64	0,77
Grau de Alav. Fin.	-1,53	1,42	-1,48	1,62
Ciclo de Produção	57,3	59,9	60,8	48,7
Ciclo Operacional	79,9	86,9	92,4	76,7
Ciclo Fin. Equiv.	27,7	41,1	49,7	31,5
Nec. de Recursos - R\$ mil	11.522	15.554	18.441	9.644

<b>Santanense</b>				
Liquidez Corrente	2,52	3,29	2,64	2,25
Liquidez Seca	1,99	2,27	1,94	1,61
Liquidez Geral	0,89	1,12	1,10	1,18
Liquidez Imediata	0,07	0,10	0,06	0,07
Part. Cap. Terc. - %	116,04	76,59	88,62	72,49
Comp. Exigibilid. - %	29,14	30,08	41,14	50,86
Imob. Rec. própr. - %	112,23	90,52	90,81	86,67
Imob. Rec. N-Corr. - %	61,59	58,95	59,68	63,90
Capitalização - %	36,25	51,51	54,75	55,36
Margem Líquida - %	9,04	17,11	2,51	2,13
Rent. do Ativo - %	9,65	16,09	2,34	1,97
Rent. Patr. Líq. - %	26,63	31,24	4,28	3,56
Produtividade	1,07	0,94	0,93	0,93
Grau de Alav. Fin.	-2,76	1,94	-1,83	1,81
Ciclo de Produção	24,2	33,3	41,3	42,3
Ciclo Operacional	90,8	113,0	126,8	133,6
Ciclo Fin. Equiv.	56,8	92,0	105,2	109,0
Nec. de Recursos - R\$ mil	37.137	57.216	69.519	70.264

Fonte: Os autores (2008).

Por isso, para cada ano, foi encontrada a média de cada indicador econômico-financeiro entre as seis empresas da amostra e, em seguida, obtida a diferença em percentual entre as médias e os respectivos indicadores de cada empresa naquele ano, de maneira semelhante à citada por Miltersteiner (2003, p. 34). O percentual assim obtido é fonte para o cálculo da nota, conforme demonstrado na seguinte tabela.

**Tabela 3 – Faixas e notas**

Início	Fim	Nota
	menos que -0,90	5
-0,90	-0,70	10
-0,69	-0,50	20
-0,49	-0,30	30
-0,29	-0,10	40
-0,09	-0,10	50
-0,11	-0,30	60
-0,31	-0,50	70
-0,51	-0,70	80
-0,71	-0,90	90
	mais que 0,90	95

Fonte: Os autores (2008).

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

Assim, o percentual é comparado com as faixas da coluna início e fim para obtenção do valor da nota. Por exemplo, se o percentual localiza-se entre -29% e -10%, a nota atribuída é 40. Caso o percentual situe-se fora das faixas, ou seja, menos que -90% ou mais que +90%, então o valor da nota é, respectivamente, sempre 5 e 95. Essa forma de obtenção da nota é semelhante à adotada por Kühl (2007, p. 91). As notas de cada indicador assim obtidas não podem ser somadas entre si pois cada indicador possui peso diferente, conforme Matarazzo (2008, p. 210). Assim, foi preciso aplicar um peso em cada nota. Os pesos estão agrupados na seguinte tabela.

**Tabela 4 – Pesos dos indicadores tradicionais**

Peso	Indicador
0,10	Liquidez Corrente

Peso	Indicador
0,04	Rentabilidade do Ativo
0,04	Liquidez Seca
0,06	Liquidez Geral
0,24	Participação do Capital de Terceiros
0,04	Composição da Exigibilidade
0,08	Imobilização de Recursos Próprios
	Imobilização de Recursos Não-Correntes
0,04	Margem Líquida
0,24	Rentabilidade do Patrimônio Líquido
0,08	Produtividade

Fonte: Os autores (2008), adaptado de MATARAZZO (2008).

Dessa forma, após obtidos os índices, calculadas as respectivas notas e aplicados os pesos em cada nota, foi calculada a Nota Global da Empresa (NGE). A tabela a seguir sumariza as NGEs obtidas.

**Tabela 5 – Notas globais das empresas**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Guararapes	54,40	54,20	67,40	63,00	57,00	55,00	62,60	60,80	75,40	74,00
Hering	19,80	71,80	29,60	39,40	48,60	19,80	19,80	45,20	42,20	41,80
Teka	15,00	46,80	51,00	28,80	67,00	42,20	31,00	23,40	39,50	32,10
Karsten	40,00	51,60	50,80	52,20	55,20	56,60	64,20	59,20	64,60	55,40
Cedro	38,80	49,40	54,40	53,00	47,40	48,00	51,80	55,80	53,20	23,20
Santanense	19,00	45,40	35,00	64,80	54,40	60,40	63,20	73,00	60,60	35,00

Fonte: Os autores (2008).

Como se pode observar, as notas produzidas por meio das relações entre os indicadores econômico-financeiros tradicionais indicam a liderança de Guararapes e Karsten sobre as outras empresas, pois mantiveram notas acima da média durante todo o período analisado. O desempenho de Teka, ao contrário, foi o pior. As outras companhias mantêm-se em nível intermediário, ora melhorando, ora piorando. Neste trabalho, os números da tabela acima representarão a performance das companhias no tocante à análise econômico-financeira tradicional.

## 4.2 RESULTADO DA ANÁLISE DINÂMICA

Os balanços patrimoniais de cada empresa foram reclassificados conforme a metodologia da análise dinâmica. Os ativos foram reclassificados em Ativo Circulante Financeiro (ACF), Ativo Circulante Cíclico (ACC) e Ativo Não-Circulante (ANC). Os passivos foram reclassificados em Passivo Circulante Oneroso (PCO), Passivo Circulante Cíclico (PCC) e Passivo Não-Circulante (PNC).

O produto dessa reclassificação é o Capital de Giro (CDG), a Necessidade de Capital de Giro (NCG) e o Saldo de Tesouraria (T). Através das interações entre o CDG, a NCG e o T é possível calcular o tipo da situação financeira da empresa, que pode ser um entre os seis tipos possíveis. A tabela a seguir demonstra a evolução da situação financeira das empresas estudadas, no período compreendido entre 2004 e 2007. Os valores monetários estão em R\$ mil. Os dados de 1998 a 2004 foram analisados mas subtraídos da tabela em virtude do número máximo de palavras permitido pelo congresso.

Ao analisar a tabela, observa-se a predominância do tipo 3, situação financeira insatisfatória, no período de 1998 a 2007, com 24 ocorrências de um total de 60 (40% do total). O segundo tipo de situação financeira mais freqüente foi o tipo 2, situação financeira sólida, com 15 ocorrências (25% do total). A empresa Guararapes apresentou essa situação financeira nove vezes entre 1998 e 2007. Os demais tipos de ocorrência mais freqüentes são, respectivamente: tipo 4 (22%), tipo 5 (12%) e tipo

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

6 (2%). Nenhuma empresa da amostra foi classificada como tipo 1 no período.

**Tabela 6 – Resultado da análise dinâmica – situação financeira**

	2004	2005	2006	2007
Hering	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 2
CDG	31.961	1.962	47.470	176.615
NCG	64.765	20.321	48.770	85.736
T	(32.803)	(18.359)	(1.300)	90.879
Teka	Tipo 5	Tipo 5	Tipo 5	Tipo 5
CDG	(271.960)	(322.539)	(380.097)	(361.213)
NCG	(157.209)	(163.231)	(214.504)	(211.090)
T	(114.750)	(159.308)	(165.593)	(150.123)
Guararapes	Tipo 2	Tipo 2	Tipo 2	Tipo 2
CDG	164.286	224.409	310.045	302.166
NCG	108.082	120.339	148.930	181.871
T	56.204	104.070	161.115	120.295
Karsten	Tipo 3	Tipo 2	Tipo 3	Tipo 2
CDG	87.514	97.425	79.467	86.093
NCG	97.536	93.638	82.931	69.591
T	(10.022)	3.787	(3.464)	16.502
Cedro	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 4	Tipo 4
CDG	7.162	12.645	(6.080)	(22.069)
NCG	25.674	26.745	27.893	8.122
T	(18.512)	(14.100)	(33.973)	(30.191)
Santanense	Tipo 2	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 3
CDG	59.529	75.966	87.768	66.745
NCG	59.152	77.547	89.716	80.906
T	377	(1.581)	(1.948)	(14.161)

Fonte: Os autores (2008).

O ano de 2007 foi o que apresentou o maior número de empresas do tipo 2, com três ocorrências de um total de 15 no período de 1998 a 2007. A empresa Teka foi classificada como tipo 5, situação financeira muito ruim, vários anos seguidos, sendo que nenhuma outra companhia apresentou essa situação financeira no período. Teka também foi a única empresa a apresentar situação financeira de alto risco de insolvência, tipo 6, no período.

#### 4.3 RESULTADO DA ANÁLISE DO DESEMPENHO PERCEBIDO PELO MERCADO DE AÇÕES

O desempenho da empresa percebido pelo mercado foi medido pelo volume total negociado, pela rentabilidade do preço das cotações e pelo indicador Preço-Lucro (P/L). A tabela a seguir demonstra o comportamento do volume total negociado, da rentabilidade das cotações das ações e do indicador P/L no período de 2004 a 2007. Da mesma forma, os resultados de 1998 a 2004 foram calculados e analisados, mas não contemplados na tabela em virtude do número máximo de palavras permitidas pelo congresso. Os resultados encontram-se na Tabela 7.

**Tabela 7 – Síntese das análises dinâmica, estática e desempenho percebido pelo mercado**

	2004	2005	2006	2007
<b>Hering</b>				
Dinâmica	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 2
Tradicional	19,80	45,20	42,20	41,80
Volume – R\$ mil	259	739	7.037	339.756
Rentab. Cotação	424%	40%	60%	157%
P/L	1	-3	22	38
<b>Teka</b>				
Dinâmica	Tipo 5	Tipo 5	Tipo 5	Tipo 5
Tradicional	31,00	23,40	39,50	32,10
Volume – R\$ mil	1.386	1.127	5.369	49.100
Rentab. Cotação	-7%	20%	-13%	55%
P/L	-1	-3	-1	-2
<b>Guararapes</b>				
Dinâmica	Tipo 2	Tipo 2	Tipo 2	Tipo 2
Tradicional	62,60	60,80	75,40	74,00
Volume – R\$ mil	81.828	390.106	1.296.424	1.482.113
Rentab. Cotação	44%	170%	132%	-10%
P/L	229	37	156	152
<b>Karsten</b>				
Dinâmica	Tipo 3	Tipo 2	Tipo 3	Tipo 2
Tradicional	64,20	59,20	64,60	55,40
Volume – R\$ mil	1.095	321	12.987	27.850
Rentab. Cotação	17%	-22%	-34%	125%
P/L	22	81	-70	33
<b>Cedro</b>				
Dinâmica	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 4	Tipo 4
Tradicional	51,80	55,80	53,20	23,20
Volume – R\$ mil	539	1.102	687	1.688
Rentab. Cotação	11%	32%	-2%	-33%
P/L	104	-5	66	-524
<b>Santanense</b>				
Dinâmica	Tipo 2	Tipo 3	Tipo 3	Tipo 3
Tradicional	63,20	73,00	60,60	35,00
Volume – R\$ mil	10	1.218	1.459	3.639
Rentab. Cotação	27%	101%	44%	-13%
P/L	2	14	-8	139

Fonte: Os autores (2008).

Nessa tabela, o volume total negociado por ano é composto por ações do mercado à vista ou lote padrão, do mercado a termo e do mercado fracionário. Seus valores foram ajustados pelo índice de correção anual adotado e estão representados em milhares de reais. A rentabilidade das cotações é a diferença entre o preço médio da ação de um ano e o preço médio da mesma ação no ano anterior. As cotações estão representadas pelo preço médio ajustado das ações PN e ON negociadas na bolsa no período de 1998 a 2007.

O indicador P/L é a razão entre o preço de uma ação e o valor do lucro por ação. Quando positivo, o P/L pode ser interpretado como sendo o número de anos necessários para retorno do investimento na compra de ações de uma companhia. Quanto ao volume total negociado, a empresa que se sobressaiu foi Guararapes, com

R\$ 3,5 bilhões negociados entre 1998 e 2007. Em seguida, as ações da Hering negociadas na bolsa atingiram um total de R\$ 350 milhões no mesmo período, um décimo do volume da primeira colocada.

O desempenho do volume das ações negociadas das companhias Hering, Teka e Santanense entre 2006 e 2007 merece destaque. De 1998 a 2006, o volume total de ações das companhias Hering, Teka e Santanense era, respectivamente, R\$ 14,5 milhões, R\$ 49 milhões e 5 milhões. De 2006 para 2007, os volumes das ações da Hering, Teka e Santanense aumentaram, respectivamente, 2.300%, 100% e 75%.

Comportamento semelhante aconteceu com Guararapes de 2004 até 2006. De 1998 a 2004, o volume negociado era R\$ 330 milhões, saltando para R\$ 774 milhões de 1998 a 2005 e para R\$ 2 bilhões de 1998 a 2006, um aumento de 116% e 172%, respectivamente. De acordo com os números demonstrados, o preço das ações da Guararapes permaneceu estável de 1998 até 2003. A partir desse ano, o preço das ações multiplicou-se diversas vezes até o ano de 2007. A cotação das ações da Hering apresentou queda de 1998 a 2003. A partir desse ano, o preço multiplicou-se diversas vezes até o ano de 2007.

Os preços das ações da Teka e Cedro permaneceram estáveis, ou seja, seus preços não aumentaram nem diminuíram substancialmente de 1998 a 2007. Com exceção dessas cotações, os preços das ações das demais companhias tiveram variação substancial durante o período. O indicador P/L, por sua vez, apresentou-se diversas vezes com valores negativos, o que normalmente não faz sentido, uma vez que ele representa o número de anos necessários para retorno do investimento em ações. Esse indicador apresentou-se também, em diversas situações, como um valor positivo elevado demais, por exemplo o P/L da Guararapes em 2004, que atingiu o valor de 229

nesse ano, o que também não faz muito sentido.

#### 4.4 SÍNTESE DOS DADOS ANALISADOS

Os números obtidos pelas análises dinâmica e tradicional das seis companhias estudadas e os respectivos indicadores de desempenho percebido pelo mercado, no período de 1998 a 2007, estão sintetizados na seguinte tabela.

Os números referentes aos resultados das análises dinâmica e tradicional estão representados na tabela pelas linhas *Dinâmica* e *Tradicional* de cada empresa. Já o desempenho percebido pelo mercado está representado na tabela pelas linhas *Volume*, *Rentabilidade da cotação* e *P/L*.

A tabela 9 relaciona as empresas que alcançaram os números mais expressivos, de acordo com as análises dinâmica e tradicional e pelo desempenho percebido pelo mercado. Por meio de contagem simples, observa-se que Guararapes obteve os melhores resultados dentre as empresas estudadas, tanto nas análises dinâmica e tradicional quanto no desempenho percebido pelo mercado. Por outro lado, os piores números das análises dinâmica e tradicional ficaram com Teka. Já os piores resultados detectados pelo desempenho percebido pelo mercado ficaram com Santanense.

Dessa forma, se forem consideradas apenas as empresas Guararapes, Teka e Santanense, pode-se observar que:

- a) o volume de ações negociadas, a rentabilidade das ações e os indicadores P/L **foram** maiores na empresa que obteve maior escore medido pelas análises dinâmica e tradicional;
- b) o volume de ações negociadas, a rentabilidade das ações e os indicadores P/L **não foram** menores na empresa que obteve pior escore medido pelas análises dinâmica e tradicional.

**Tabela 8 – Melhores e piores resultados**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Dinâmica</b>										
Melhores	Guararapes e Karsten	Guararapes e Karsten	Guararapes	Guararapes	Guararapes, Karsten e Cedro	Guararapes	Guararapes e Santanense	Guararapes e Karsten	Guararapes	Guararapes, Hering e Karsten
Piores	Teka	Teka	Teka, Cedro e Santanense	Teka, Hering, Cedro e Santanense	Teka	Teka	Teka	Teka	Teka	Teka
<b>Tradicional</b>										
Melhores	Guararapes	Hering	Guararapes	Santanense	Teka	Santanense	Karsten	Santanense	Guararapes	Guararapes
Piores	Teka	Santanense	Hering	Teka	Cedro	Hering	Hering	Teka	Teka	Cedro
<b>Volume</b>										
Melhores	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes
Piores	Santanense	Santanense	Santanense	Cedro	Santanense	Santanense	Santanense	Karsten	Cedro	Cedro
<b>Rentabilidade</b>										
Melhores	-	Karsten	Karsten	Santanense	Teka	Guararapes	Hering	Guararapes	Guararapes	Hering
Piores	-	Santanense	Hering	Hering	Santanense	Santanense	Teka	Karsten	Karsten	Santanense
<b>P/L</b>										
Melhores	-	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Guararapes	Karsten	Guararapes	Guararapes
Piores	-	Teka	Santanense	Santanense	Cedro	Cedro	Teka	Cedro	Karsten	Cedro

Fonte: Os autores (2008).

#### 4.5 ANÁLISE DA RENTABILIDADE DE UMA CARTEIRA VIRTUAL DE AÇÕES

- c) apenas Nota Global da Empresa (tradicional);  
d) ações de valor (alto P/L).

Diante do que foi apresentado, parece que existe uma correlação positiva, embora não muito alta, entre os indicadores econômico-financeiros e o preço das ações. Partindo então do pressuposto que as empresas que receberam maior escore nas análises dinâmica e tradicional obtêm melhor desempenho no mercado de ações, foram realizados cálculos que tomaram como base a idéia da montagem de carteiras descrita no trabalho de Vieira e Gava (2005).

A principal diferença dos cálculos aqui apresentados em relação aos realizados naquele trabalho é que, ao invés de buscar explicação para o comportamento da rentabilidade futura de carteiras de ações, será estudado aqui como a rentabilidade passada se comporta ao se agrupar as ações em carteiras, para cada ano do período de 1998 a 2007.

Assim sendo, as empresas foram agrupadas por ano e posicionadas em ordem decrescente pelos seguintes critérios:

- tipo de situação financeira (dinâmica);
- tipo de situação financeira e Nota Global da Empresa (dinâmica e tradicional);

Dessa forma, para cada ano, as empresas foram ordenadas começando pelas empresas que receberam maior escore da ordenação e terminando com as que receberam menor escore. Para efeito deste estudo, assume-se que os escores dos tipos de balanços da análise dinâmica diminuem gradativamente a partir do tipo 1 até o tipo 6.

Em seguida, foram obtidas, respectivamente, as médias das três primeiras e das três últimas rentabilidades das empresas ordenadas. Assim, a cada ano foram formadas duas carteiras de ações, sendo a primeira constituída pelas três melhores empresas e a segunda constituída pelas três piores, segundo cada critério de ordenação. A tabela 9 sintetiza o resultado desses cálculos. Os valores estão em percentuais.

As linhas *Melhor rentabilidade* e *Pior rentabilidade* referem-se, respectivamente, às melhores e piores rentabilidades das ações obtidas no período e servem como um dos *benchmark* para desempenho dos rendimentos das carteiras. As linhas *Ações de valor*, *Ações de crescimento*, *Poupança*, *IBovespa* e *INDX* também são referenciais de comparação entre as rentabilidades das carteiras de ações.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

**Tabela 9 – Resultado das rentabilidades de carteiras de ações**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Melhor rentabilidade	40,63	36,57	76,27	7,70	12,08	164,80	103,42	78,35	112,09
Pior rentabilidade	-25,44	-10,79	-29,09	-35,51	-42,78	7,18	9,95	-16,34	-18,56
Ações de valor	-6,89	20,66	55,06	0,58	-42,36	147,96	30,33	-1,22	49,03
Ações de crescimento	22,08	5,12	-7,89	-28,40	11,66	24,03	83,03	63,23	44,50
Poupança	12,25	8,39	8,59	9,14	11,10	8,10	9,18	8,33	7,70
IBovespa	151,92	-10,72	-11,02	-17,00	97,33	17,81	27,71	32,93	43,65
INDX	-	15,99	4,12	37,70	105,25	39,46	7,80	38,52	40,09
Melhor - dinâmica	40,23	12,74	72,43	-15,45	12,08	164,80	83,03	78,35	90,31
Pior - dinâmica	-25,05	13,04	-25,25	-12,36	-42,78	7,18	30,33	-16,34	3,21
Melhor – tradicional	31,20	19,84	75,12	2,30	28,39	22,18	83,03	47,14	90,31
Pior – tradicional	-16,01	5,94	-27,94	-30,11	-30,03	117,90	30,33	14,87	3,21
Melhor - dinâmica e tradicional	31,20	12,74	72,43	-15,45	12,08	29,41	83,03	47,14	90,31
Pior - dinâmica e tradicional	-16,01	13,04	-25,25	-12,36	-42,78	142,57	30,33	14,87	3,21

Fonte: Os autores (2008).

Conforme demonstrado, **as rentabilidades das carteiras virtuais formadas por ações das empresas que receberam maior escore nas análises dinâmica e tradicional superaram o IBovespa, o INDX e a Poupança**, no período de 1999 a 2007. A comparação entre as rentabilidades de cada carteira de ação fornece uma idéia geral de como o desempenho percebido pelo mercado aconteceu em relação ao desempenho medido pelas análises dinâmica e tradicional.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme proposto no início desta pesquisa, as análises dinâmica e tradicional foram utilizadas na tentativa de verificar se o mercado de ações consegue perceber o desempenho diagnosticado pelas análises econômico-financeiras tradicional e dinâmica das empresas. Para isso, foi selecionada uma amostra de seis empresas de capital aberto do setor Têxtil e Vestuário, listadas na Bovespa, no período de 1998 a 2007.

Os demonstrativos econômico-financeiros e os dados sobre o desempenho dessas companhias no mercado de ações foram coletados, agrupados e analisados. Em seguida, foram realizados diversos cálculos necessários para produção dos indicadores processados nas análises que se seguiram durante o desenvolvimento do trabalho. Dentro da amostra de empresas no período de 1998 a 2007, foi possível descobrir que Guararapes é líder do segmento de Têxteis e Vestuário, tanto nas análises dinâmica e tradicional quanto pelo

desempenho medido por meio do volume de ações negociadas, da rentabilidade das cotações das ações e do indicador Preço/Lucro.

Por sua vez, a empresa que recebeu pior escore medido pelas análises dinâmica e tradicional foi Teka. Apesar disso, o pior desempenho no mercado de ações, medido pelo pior volume de ações negociado, pela pior rentabilidade das cotações e pelos piores indicadores P/L, ficou por conta da companhia Santanense.

Conforme demonstrado na pesquisa, pode-se afirmar que a empresa que obteve melhor avaliação segundo as análises dinâmica e tradicional também foi a empresa que obteve melhor desempenho percebido pelo mercado de ações. Portanto, para a empresa líder, o desempenho percebido pelo mercado parece estar relacionado à performance diagnosticada pelas análises dinâmica e tradicional.

Não se pode afirmar o mesmo, contudo, para a empresa que recebeu a pior avaliação de acordo com as análises dinâmica e tradicional, pois esta segundo essas análises não obteve o pior desempenho percebido pelo mercado de capitais. Diante disso e de acordo com o pressuposto que as empresas que receberam melhor avaliação pelas análises tradicional e dinâmica são as empresas que obtiveram melhor desempenho no mercado de ações, foram realizados cálculos envolvendo as seis empresas da amostra para pesquisar como se comporta a rentabilidade de duas carteiras virtuais incluindo, respectivamente, as três melhores e as três piores empresas, a cada ano.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

Por meio desses cálculos, pode-se determinar que as carteiras de ações que obtiveram maior rentabilidade no período de 2000 a 2007 foram as constituídas por empresas que receberam maior escore nas análises dinâmica e tradicional. Ao comparar a rentabilidade dessas carteiras com o IBovespa e o INDX, pode-se observar que a rentabilidade das carteiras assim constituídas superou esses indicadores no período.

Se por um lado as carteiras que obtiveram maior rentabilidade foram aquelas constituídas por empresas que receberam maior escore nas análises dinâmica e tradicional, por outro as carteiras de ações que obtiveram menor rentabilidade no período de 2000 a 2007 foram aquelas constituídas por empresas que receberam menor escore nas análises dinâmica e tradicional.

A despeito dos resultados alcançados, é importante enfatizar que a presente pesquisa limita-se por abordar uma amostra de apenas seis empresas, não permitindo, por conta disso, maiores generalizações. Sendo o mercado de ações bastante volátil em relação ao tempo, este estudo limita-se também por basear-se principalmente nos dados anuais publicados no encerramento do exercício social das companhias. Espera-se, contudo, que esta pesquisa tenha contribuído ao demonstrar o potencial dos relatórios econômico-financeiros produzidos pela contabilidade como fonte de informações que, devidamente assimiladas e processadas, podem se tornar úteis ao investidor do mercado de ações.

## REFERÊNCIAS

BOVESPA. **Índice do setor industrial (INDX)**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

\_\_\_\_\_. **Índices - Índice Bovespa - IBovespa**: carteira teórica para o quadrimestre mai./ago. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Mercado>>. Acesso em: 31 maio 2008.

\_\_\_\_\_. **Índices - Índice do Setor Industrial -**

**INDX**: carteira teórica para o quadrimestre mai./ago. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaCarteiraP.asp?Indice=INDX>>. Acesso em: 31 maio 2008.

BRAGA, R. **Análise avançada do capital de giro. Caderno de Estudos**, São Paulo, n. 3, p. 1-34, set. 1991. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/>>. Acesso em: 30 jun. 2008.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O Modelo Fleuriet**: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

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

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

HOPP, J. C.; LEITE, H. de P. O mito da liquidez. **RAE**, São Paulo, p. 63-69, out.-dez. 1989. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/>>. Acesso em: 30/6/2008.

KÜHL, M. R. **O mercado de capitais reflete no preço das ações o desempenho empresarial medido por indicadores contábeis?** 150 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná – UFPR, Curitiba, 2007. Disponível em: <<http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/1884/11165/1/DissertacaoMarcosRobertoKuhl.pdf>>. Acesso em: 30 jun. 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LUPATINI, M. **Relatório setorial - final**: têxtil e vestuário. FINEP, 7/12/2007. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/PortalDPP/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

MÁRIO, P. do C. **Contribuição ao estudo da solvência empresarial**: uma análise de modelos

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------

de previsão – estudo exploratório aplicado em empresas mineiras. 209 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MILTERSTEINER, M. da R. **A validade estatística do uso de índices fundamentalistas no mercado de capitais brasileiro**: um estudo aplicado ao setor bancário. 74 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003. Disponível em: <<http://teses.eps.ufsc.br/defesa/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

RODRIGUES, F. F.; MEDEIROS, O. R. de. Testando empiricamente o modelo Fleuriet. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 7 e 8 de out. de 2004, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP. Disponível em: <[http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos42004/an\\_resumo.asp?cod\\_trabalho=65](http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos42004/an_resumo.asp?cod_trabalho=65)>. Acesso em: 25 maio 2008.

SAFFI, P. A. C. Análise técnica: sorte ou realidade? **RBE**, Rio de Janeiro, n. 4, vol. 57, out.-dez. 2003. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/ojs/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

SATO, S. S. **Análise econômico-financeira setorial**: estudo da relação entre liquidez e rentabilidade sob a ótica do modelo dinâmico. 204 p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses>>. Acesso em: 25 maio 2008.

SILVA, R. F. da; FÁVERO, L. P. L. O impacto da divulgação das informações contábeis na

variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: CONGRESSO USP INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 4., 26 e 27 de jul. de 2007, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP. Disponível em: <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/>>. Acesso em: 25 maio 2008.

VIEIRA, K. M.; GAVA, A. M. O índice Preço/Lucro é um indicador eficiente? evidências para o mercado brasileiro. In: ENEGEP 2005, 29 de out. a 1 de nov. de 2005, Porto Alegre. **Anais eletrônicos...** Porto Alegre: Abepro. p. 2219-2226. Disponível em: <<http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2005>>. Acesso em: 25 maio 2008.

#### Endereço dos Autores:

Rua Comendador Araújo, 499 - 11º andar  
Centro  
Curitiba – PR – Brasil  
80420-000

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 28	n. 3	p. 36-50	setembro / dezembro 2009
------------------	--------------	-------	------	----------	--------------------------