

Área temática: Finanças

Título: Análise da evolução dos financiamentos das empresas de capital aberto do setor de fios e tecidos: estudo comparativo dos passivos onerosos e *underwriting*

AUTORES

MÁRCIO ALEXANDRE FISCHER

Universidade Federal de Uberlândia
marcio.fischer@gmail.com

VERONICA FAVATO

Universidade Federal de Uberlândia
veronicafavato@yahoo.com

KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO

Universidade Federal de Uberlândia
kribeiro@ufu.br

Resumo

É sabido que as decisões envolvendo investimentos e financiamentos são complexas, principalmente pela influência de fatores macroeconômicos, que interferem nas decisões empresariais. Nesse processo de investimento e financiamento, se desenvolve o presente artigo, propondo-se a estudar o setor têxtil e de fios no Brasil, nas empresas de capital aberto, cadastradas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. Pretende-se avaliar, em um horizonte de cinco anos, a forma pela qual empresas do setor estão financiando suas atividades, se por meio de captação de recursos de terceiros, ou por emissão de ações no mercado primário (operação de *underwriting*). Diante disso, o estudo utilizou como metodologia o cálculo do Return of Investment (ROI), sobre o Patrimônio Líquido, o grau de alavancagem financeira setorial e de financiamento das empresas. Utilizou-se de pesquisa bibliográfica e documental para coleta de dados e de pesquisa quantitativa para a análise dos resultados. Pode-se avaliar que as operações de *underwriting* ainda estão em forma incipiente no setor, ao analisar a estagnação da emissão e subscrição de ações, ordinárias e preferenciais, ao longo do período analisado. Conclui-se que o patrimônio líquido ainda é a maior fonte de financiamento, quando comparado com os passivos onerosos de curto e longo prazo.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, Setor Têxtil, Operações de Subscrição.

Abstract

It is widely known that decisions involving investment and financing are very complex, mainly because of the influence of many different macroeconomic factors, which may interfere in corporate decisions. This paper is developed in this process of investing and financing, by studying the textile sector in Brazil, in open-capital companies, listed in São Paulo's Stock Exchange (Bovespa). It is intended to analyze, in a five-year horizon, the way companies from this sector are financing their activities, either by using debt or by offering stocks in the primary market, that means equity (*underwriting* operations). The study used as methodology the Return of Investment (ROI), the Return on Equity, the degree of financial leverage and the degree of financing in firms. In addition, a documental and bibliographical research was used in order to collect data, and a quantitative research was used to analyze the results. It can be

assumed that underwriting operations are still incipient in the sector, because of the stagnation of the stock offering and underwriting operations in Brazil, given the analyzed period of time. Finally, it may be concluded that equity is still used as the main source of financing, when compared to the onerous short-term and long-term obligations.

Key words: Stock Market, Textile Sector, Underwriting Operations.

1. Introdução

Ao se proceder a uma análise das atuais tendências do mundo econômico, pode-se verificar a predominância de economias mais voltadas ao mercado, em que os consumidores conduzem as decisões nela vinculadas. A abertura dos mercados e o conseqüente crescimento da competitividade entre as empresas, foram fatores impostos pela globalização econômica, exigindo maior nível de qualidade e eficiência dos agentes desse mercado.

Nesse ambiente global, as empresas devem voltar-se a seus mercados, identificando as melhores oportunidades de investimento e financiamento e estabelecendo, com base no comportamento observado, suas estratégias de atuação. É sabido que as decisões envolvendo investimentos e financiamentos envolvem certo grau de complexidade, principalmente pela influência de diversos fatores macroeconômicos, que interferem sobremaneira nas decisões empresariais, no presente (momento da decisão) e no futuro.

No desenvolvimento das atividades operacionais – comercialização e produção – as empresas alimentam suas necessidades financeiras retendo lucros (oriundos da eficaz gestão de seus negócios) e fazendo captações no mercado financeiro. Essas captações podem ser realizadas sob diferentes perfis de vencimento: variando de passivos de curtíssimo prazo, até passivos com longo prazo de maturação (empréstimos, financiamentos, debêntures, a guisa de exemplo), ou até mesmo valores sem datas de vencimento, como no caso de ações (preferenciais ou ordinárias).

Cabe ressaltar que uma decisão incongruente de investimento poderá levar fatalmente uma empresa a dificuldades econômico-financeiras, uma vez que tais aplicações não auferirão os recursos necessários para o cumprimento das obrigações contratuais estabelecidas. De igual teor, decisões inerentes às melhores fontes de financiamento se fazem valer por envolverem manutenção de liquidez e solvência, sem as quais, uma empresa se verá em iguais condições de dificuldade econômico-financeira.

Elucida-se, ainda, o fato das decisões de financiamento envolverem um processo dicotômico. Por um lado, as deliberações de captação de recursos de terceiros se dão vis-a-vis com a geração de custo de capital (despesas financeiras), de forma a remunerar os agentes de financiamento, ao mesmo tempo em que envolvem decisões contratuais, bem como manutenção de fluxos de caixa futuros para liquidação dessas obrigações. Por outro lado, a utilização de capitais próprios também apresenta um custo de oportunidade, embora não tenha prazo contratual para remuneração de seus investidores.

Nesse processo de investimento e financiamento, se desenvolve o presente artigo, propondo-se a estudar o setor têxtil e de fios no Brasil, mormente das empresas de capital aberto, cadastradas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. Pretende-se avaliar, em um horizonte de cinco anos, a forma na qual as empresas do setor estão financiando suas atividades, se por meio de captação de recursos de terceiros, ou por emissão de ações no mercado primário (operação de *underwriting*).

Ainda que o processo de abertura econômica nos anos 1990 ter sido de certa forma abrupta, a indústria têxtil manteve seus planos de expansão e de investimentos, conforme a

ABIT (2006). A modernização e o aumento da produtividade e competitividade tornaram-se reais em todos os segmentos da indústria têxtil. Os investimentos no setor têxtil tiveram seu auge no período de 1995 a 2000.

Recentemente, foi realizado um *benchmark* internacional das indústrias têxteis pela consultoria americana *Werner International*, e aponta que o Brasil está classificado ligeiramente acima dos países asiáticos, com relação à competitividade – vale ressaltar que os países asiáticos possuem custos de produção baixos – mas ainda atrás dos países europeus e dos Estados Unidos (ABIT, 2006).

É importante frisar que a cadeia têxtil e de confecções brasileira enfrenta um ambiente desigual de competitividade, seja por fatores internos, como pela carga tributária e juros elevados, câmbio apreciado e aumento de custos não administrados por parte das empresas. Embora outros setores da economia passem por situações semelhantes, o caso da indústria têxtil é peculiar, notadamente por conta das práticas desleais de comércio exterior.

De acordo com a ABIT (2006), embora o Brasil não seja um mercado tão comprador como o americano, tampouco adquira produtos de qualidade inferior comparativo ao indiano ou argentino, ainda assim as estatísticas apontam para um preço médio de importação que chega a alcançar, como em 2004, apenas 26,65% dos valores pagos pelos Estados Unidos. As indústrias têxteis brasileiras concorrem com a entrada de produtos com preços que beiram ¼ do valor importado pelos Estados Unidos. Além disso, uma grande parcela do que é exportado para o Brasil, pela China, não é registrado na sua entrada, pela aduana brasileira. Em 2005, por exemplo, foi contabilizada a importação de apenas 61% do total de produtos que as autoridades chinesas declararam ter exportado ao Brasil.

2. Problema de pesquisa e objetivos do estudo

Face à relevância do setor têxtil e de confecções no cenário econômico brasileiro¹, bem como a importância das decisões de financiamento para a perpetuidade de uma empresa, o presente estudo se propõe a responder ao seguinte problema de pesquisa:

De que forma as empresas de capital aberto do setor têxtil e de fios estão financiando suas atividades operacionais?

O objetivo geral da pesquisa é, portanto, analisar se as empresas de capital aberto do setor têxtil e de fios estão se utilizando dos instrumentos do mercado de capitais para o financiamento de suas atividades operacionais (títulos de longo prazo e *underwriting*).

Especificamente, a pesquisa se propõe a:

- Calcular o *Return Of Investment* (ROI) e o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) de cada empresa e da média setorial, para avaliar a geração de lucro operacional pelos ativos, bem como a remuneração dos acionistas;
- Avaliar o Grau de Alavancagem Financeira setorial, no sentido de averiguar se o financiamento de terceiros proporciona um custo de capital menor que o retorno sobre o investimento.
- Analisar a composição dos financiamentos, utilizando-se da média setorial, para avaliar se estes são executados basicamente por meio das operações de *underwriting* ou por catação de recursos de curto e longo prazo.

3. Revisão da literatura

¹ Dados extraídos da ABIT (2006) apontam que atualmente, 7 milhões de pessoas no Brasil dependem diretamente desse setor.

Basicamente, as decisões financeiras tomadas por uma empresa resumem-se em decisões de investimento e de financiamento. Esta diz respeito à captação de recursos, enquanto aquela refere-se na aplicação dos valores levantados. As decisões de investimento encontram-se lastreadas nos valores dos Ativos, enquanto que as de financiamento nos Passivos, contabilizados por uma empresa.

O retorno exigido dos investimentos e sua relação com a imobilização dos recursos levantados, dependem de forma estrita da maturidade e dos custos dos passivos selecionados. Assim, torna-se essencial que o retorno auferido pelos investimentos seja superior ao custo dos passivos contratados, de forma a manter determinado grau de equilíbrio financeiro, e como forma de conseguir geração de valor por parte da estrutura da empresa.

Carvalho et al (2000, p.393) indicam que para iniciar o processo de investimento, tudo o que o investidor produtivo necessita são meios de pagamento. Numa economia monetária, este investidor pode obter esses meios de pagamento através de três meios básicos: utilizando ativos monetários previamente acumulados; emitindo obrigações em um processo que conhecemos como securitização; tomando empréstimos de bancos..

De acordo com Assaf Neto (2002), pode-se afirmar que os recursos de terceiros são originados de fontes externas, mais especificamente do mercado financeiro (monetário ou de capitais²), podendo assumir a modalidade de empréstimos e financiamentos, descontos de duplicatas, repasses de recursos internos e em moeda estrangeira, colocação de debêntures etc.

No entanto, deve ser evidenciando que dentre os passivos de curto prazo existem alguns com relação direta com a operacionalidade da empresa, constituindo-se nos passivos de funcionamento da empresa, oriundos das próprias atividades exercidas (crédito de fornecedores, salários e contribuições, impostos a recolher, dentre outros itens). Esses passivos não são provenientes de instituições financeiras.

Com base em Brealey e Myers (1992), pode-se afirmar que as alternativas de financiamento devem sempre buscar responder aos seguintes aspectos:

- Deverá a empresa reinvestir a maior parte dos seus lucros ou distribuí-los como dividendos?
- Se a empresa precisar de mais dinheiro, deverá emitir novas ações ou endividar-se?
- Deverá endividar-se a curto ou a longo prazo?
- Deverá endividar-se, emitindo obrigações normais a longo prazo ou obrigações convertíveis (isto é, obrigações que podem ser trocadas por ações ordinárias da empresa)?

Pinheiro (2005) aponta que, mesmo que o retorno oferecido pelo investimento seja superior ao custo de um empréstimo, o risco do negócio recomenda que exista um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos externos e próprios.

Segundo o autor, a captação de recursos por meio de fontes de terceiros aumenta o nível de endividamento e, conseqüentemente, reduz a capacidade da empresa de reobter-los. Outro aspecto a se considerar sobre a utilização de capital de fontes externas é o risco de cobertura. Por sua vez, as fontes próprias melhoram o nível de endividamento e ampliam a capacidade de obtenção de recursos externos, caso seja necessário. E, como conseqüência, melhoram os indicadores econômico-financeiros das empresas

Porém, Assaf Neto (2002, p.40) pondera esse argumento. Segundo ele, “ao se confrontarem os custos das fontes de financiamento de uma empresa, é correto admitir-se que, em situação de certa estabilidade e equilíbrio econômico, o capital próprio é mais caro que o capital de terceiros”.

² A diferenciação e definição de mercados monetários e de capitais será feita na próxima seção.

Isso pode ser evidenciado ao se constatar que, pelas regras de tributação convencionais, o custo do financiamento externo (despesas financeiras) pode ser abatido da renda tributável da empresa. Por outro lado, a remuneração paga aos proprietários (dividendos) não recebe esse incentivo fiscal. Em outros casos, pode acontecer ainda de haver subsídio dos encargos financeiros para determinados tipos de investimentos, fazendo com que a remuneração dos capitais de terceiros se reduza ainda mais.

A forma básica de financiamento no Brasil dava-se principalmente via crédito, sendo que o mercado de capitais brasileiro esteve à margem do arranjo financeiro (VIEIRA e CORREA, 2002). As inovações financeiras que surgiram nas décadas de 80 e 90 possibilitaram a alavancagem de recursos via lançamentos de títulos de dívida direta, que necessariamente tornou o mercado de capitais brasileiro mais flexível.

Este mercado mudou sua legislação e criou novas modalidades de captação de recursos em bolsa: *commercial papers* e BDRs. As empresas passaram a ter acesso a estes papéis e também a papéis negociados no mercado internacional de capitais (ADRs).

Apesar da grande expansão do volume de negociação processado na última década o mercado de capitais brasileiro não tem apresentado o desempenho propagado. Conforme Vieira e Correa (2002, p.3), a despeito da abertura financeira o número de empresas listadas em bolsa continua relativamente pequeno e vem reduzindo. Além do mais, a grande maioria dos negócios realizados é concentrada em um número pequeno de empresas, permanecendo como característica deste mercado a baixa liquidez.

Nesta disposição tem-se apregoadado a necessidade de medidas para incentivar o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Uma das medidas que tem ganhado corpo na última década está relacionada à instauração de legislações e mecanismos privados que dêem legitimidade às “boas práticas de governança corporativa”.

Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento para que os administradores cumpram os interesses dos primeiros. Numa visão mais ampla, governança corporativa pode ser definida como mecanismos que tratam os conflitos de interesses entre os que têm recursos investidos na organização (proprietários, credores, fornecedores, etc) e os que têm poder de controle da organização (administradores, conselho de administração, etc). Cabe observar que os conflitos surgidos dentro de uma organização não somente abarca os detentores de capital *vis-a-vis* os controladores, motivo pelo qual governança corporativa também diz respeito aos conflitos internos aos grupos detentores de capital (acionistas minoritários x acionistas majoritários, por exemplo), assim como o conflito de interesses dentro da administração da organização (diretor executivo x conselho de administração, por exemplo).

A forma básica de alavancagem de recursos no Brasil anteriormente aos anos 90, “se deu essencialmente via crédito, sendo que o mercado de capitais brasileiro nunca foi o lócus central do arranjo financeiro” historicamente constituído (VIEIRA e CORREA, 2002, p.1).

Porém o “mercado de capitais brasileiro aparentemente passou por uma fase de grande florescimento nos anos 90 – principalmente quando se considera o crescimento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias” (CARVALHO, 2000, p.1). As inovações financeiras que se processaram a partir dos anos 80/90 flexibilizaram este mercado, tornando possível que grande parte do levantamento de recursos passasse a se fazer via lançamentos de títulos de dívida direta.

O florescimento do mercado de capitais nos anos 90 foi em grande medida devido à entrada expressiva de capitais estrangeiros propiciado pela ampla abertura financeira e comercial processada no começo da referida década.

No entanto fortes indícios de declínio apareceram ao final da década: queda do volume transacionado e emissões primárias, além da contração da entrada de capitais estrangeiros. O

que se deve constatar, é que o referido florescimento do mercado de capitais era ilusório pois: a) o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década; e b) a concentração de mercado vinha aumentando (apenas parcela pequena das empresas se beneficiaram do período de expansão).

No que tange ao aparente florescimento do mercado de capitais nacional observa-se que “uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década de 90 – estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa etc. – tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais” (CARVALHO, 2000, p.3). Somado ao processo de securitização, nos anos 90 aumentou-se o tipo de possibilidades de financiamento via mercado de capitais e captação de recursos no exterior através dos lançamentos de *commercial papers*, ADRs, BDRs.

A abertura financeira que se fortaleceu e se completou ao longo dos anos 90 engendrou a possibilidade de que os investidores internacionais comprassem papéis brasileiros diretamente no país e também nos mercados financeiros internacionais. Observa-se a partir de então, que entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para uma média anual de US\$ 3,3 bilhões entre 1993 e 1996 (CARVALHO, 2000, p. 3). O reflexo da massiva entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa. Segundo CARVALHO (2000) a capitalização bursátil em proporção do PIB saiu de uma taxa de 3,5% em 1990 para uma taxa de 30,9% em 1999. O volume total negociado em proporção do PIB saiu de 1,1% para 12,1%.

Comparando o crescimento do mercado de capitais brasileiro em relação à média mundial nota-se que em relação à capitalização bursátil o mercado de capitais brasileiro cresceu em média 261% no triênio 1994-1996 contra uma média mundial de 139%, em relação ao volume transacionado cresceu a uma taxa média de 340% contra uma mediana mundial de 163% (CARVALHO, 2000, p.4).

O mercado de capitais é fundamental para o crescimento econômico, porque, segundo Pinheiro (2005, p. 155) “aumenta as alternativas de financiamento para as empresas; reduz o risco global de financiamentos; diversifica e distribui risco entre os aplicadores e democratiza o acesso ao capital”.

Analisando o contexto em que os investidores brasileiros estão inseridos, Pinheiro (2002, p.156) observa que:

- A volatilidade do mercado brasileiro traz insegurança aos seus participantes e, conseqüentemente, a busca pela realização rápida de ganhos e em proporções maiores para compensar o risco assumido;
- O imediatismo dos investidores transforma-os em especuladores, esquecendo-se dos ganhos através dos dividendos e buscando-o pela diferença entre os preços de compra e venda das ações.

Outra constatação que se faz é de que poucas empresas com capital aberto negociadas em bolsa (aproximadamente 360) representam uma base inadequada para um mercado dinâmico. Isso pode ser evidenciado ao se analisar os quadros 1 e 2 a seguir.

Anos	Quantidade de empresas
1994	544
1995	543
1996	550
1997	536
1998	527
1999	478
2000	459
2001	428

2002	399
2003	369

Quadro 1 – Número de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Fonte: Bovespa

O quadro 1 deixa clara a grande saída de empresas ao se analisar o período de 1994 a 2003, ou seja, um horizonte de 10 anos. De 1994 até 2003, 175 empresas fecharam seu capital, por motivos diversos.

Analiticamente, o quadro 2 apresenta os motivos de fechamento das empresas, mormente nos anos 2002 a 2004.

Situação de fechamento de capital	2002	2003	2004
Incorporadas por outras empresas	14	7	3
Falta de atualização de registro	5	5	1
Registro cancelado por outras bolsas	2	1	4
Cancelamento sem necessidade de oferta pública de ações	9	3	-
Cancelamento por meio de oferta pública	11	16	2
Cancelamento de autorização para negociação	1	1	1
Outras	2	-	-
Total	44	33	11

Quadro 2 – Quantidade de empresas que fecharam o capital desde 2002.

Fonte: Pinheiro (2005, p.157)

Finalmente, pode-se afirmar, com Pinheiro (2005), que os seguintes elementos são cruciais para o desenvolvimento do mercado de capitais:

- Incentivos ao desenvolvimento da indústria de fundos e securitização;
- Incentivo à indústria de fundos de pensão;
- Proteção ao investidor – avanços já conseguidos (Lei das S.A) melhoram a governança corporativa. O fortalecimento da CVM – Comissão de Valores Mobiliários – também é necessário;
 - Tributação: regime tributário promove distorção na alocação da poupança;
 - Fundos FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – e FAT: o desafio está em promover o uso eficiente desses recursos, cuja alocação o mercado de capitais deve promover;
 - Existência de instrumentos adequados e condições institucionais que favoreçam o cumprimento dos contratos e a pronta execução das garantias.

3.1 Descrição do panorama do Setor de Fios e Tecidos do Brasil³

A cadeia têxtil brasileira sofreu com a crise dos anos 90, momento em que houve uma abertura comercial com a queda das alíquotas de importação que facilitou aquisição de tecidos e manufaturados importados. Houve uma certa retração do setor, com muitas fábricas fechadas, especialmente no interior de São Paulo, o que fez com a produção fosse reduzida nos últimos anos. As indústrias desta área estão atualmente concentrada nos estados de São

³ Este item foi baseado nos dados fornecidos pelo Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor – IDEC (2005), no relatório: Cadeia de Valor do Algodão, Têxtil e Vestuário – um estudo prospectivo.

Paulo, Santa Catarina (especialmente no Vale do Itajaí), Minas Gerais e Ceará, e vem recuperando mercado.

Apesar da crise ou talvez por conta dela, o setor têxtil passou por uma fase de modernização na última década. Atualmente, toda a produção de fios e tecidos é feita mecanicamente, exigindo mão-de-obra especializada. Porém, métodos de produção avançados ainda convivem com outros obsoletos, dependendo da região do país. Minas Gerais é o Estado em que as empresas possuem os maquinários menos modernos tecnologicamente.

A indústria têxtil subdivide-se em fiação, malharia e tecelagem plana. Produz fios e tecidos a partir de fibras naturais, artificiais e sintéticas. Dados da Associação Brasileira da Indústria Têxtil (ABIT) indicam que, em 2001, as 425 fábricas do setor produziram 774.196 mil toneladas de tecidos. Predominam as empresas de médio porte: são 83% do total, seguidas pelas de pequeno porte (14%). As grandes empresas, que são apenas 3% no número total, concentram 18% da produção. Porém, como é alto o número de médias empresas no país, são elas também as principais produtoras de tecidos: respondem por 80% do total.

O algodão predomina entre as fibras utilizadas para a fabricação dos tecidos. Do total produzido, 63% utiliza esta matéria prima. Uma das justificativas é a preferência do mercado, que considera a fibra de algodão mais confortável que suas concorrentes. As fibras artificiais e sintéticas ocupam um terço da produção, e o uso de outras fibras naturais responde por apenas 4% do que é fabricado no Brasil.

Dentro do segmento de algodão, uma parcela expressiva das indústrias envolvidas na produção –cerca de dois terços– integra as tarefas de fiação e tecelagem. Essas empresas, em sua maioria, têm sido modernizadas nos últimos anos.

Apesar de sua importante contribuição para a produção de algodão (conforme demonstram as informações do item 3.1), a região Centro-Oeste pouco participa da produção de fios e tecidos. Na divisão nacional do trabalho, repetindo uma realidade encontrada em outros setores, é a região Sudeste que se destaca na produção industrial. Das empresas instaladas, 57% estão nesta região, que responde por 62% da produção. Seguem o Nordeste (que, comparativamente, apresenta uma produtividade por empresa mais baixa) e o Sul.

4. Metodologia e Resultados

Os dados foram coletados diretamente das Demonstrações Contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício)⁴, obedecendo a classificação setorial divulgada pela Bovespa. Não se utilizou de amostras, haja vista a população ser ligeiramente reduzida (o setor é composto de 20 empresas, das quais uma se desligou da Bovespa em Junho/2006). Dessa forma, a população total foi analisada, num escopo de 19 empresas, a saber: Buettner, Cataguazes, São José, Teka, Schlosser, Santanense, Karsten, Têxtil Renaux, Coteminas, Dohler, Pettenati, Vicunha, Ferreira Guimarães, Encorpar, Santista, Wembley, Cedro Cachoeira, Carlos Renaux e Tecblu.

Para a coleta de dados, foram utilizados os demonstrativos contábeis dos anos de 2001 a 2005⁵. Cabe ressaltar que algumas empresas que compõem o universo da pesquisa estão com suas demonstrações contábeis sem valores de estoques e vendas, em determinados períodos. Este fato pode constituir-se em um dos limites da pesquisa, tendo-se a possibilidade de distorcer de certa maneira a realidade do setor, embora não comprometa o objetivo do estudo de forma relevante.

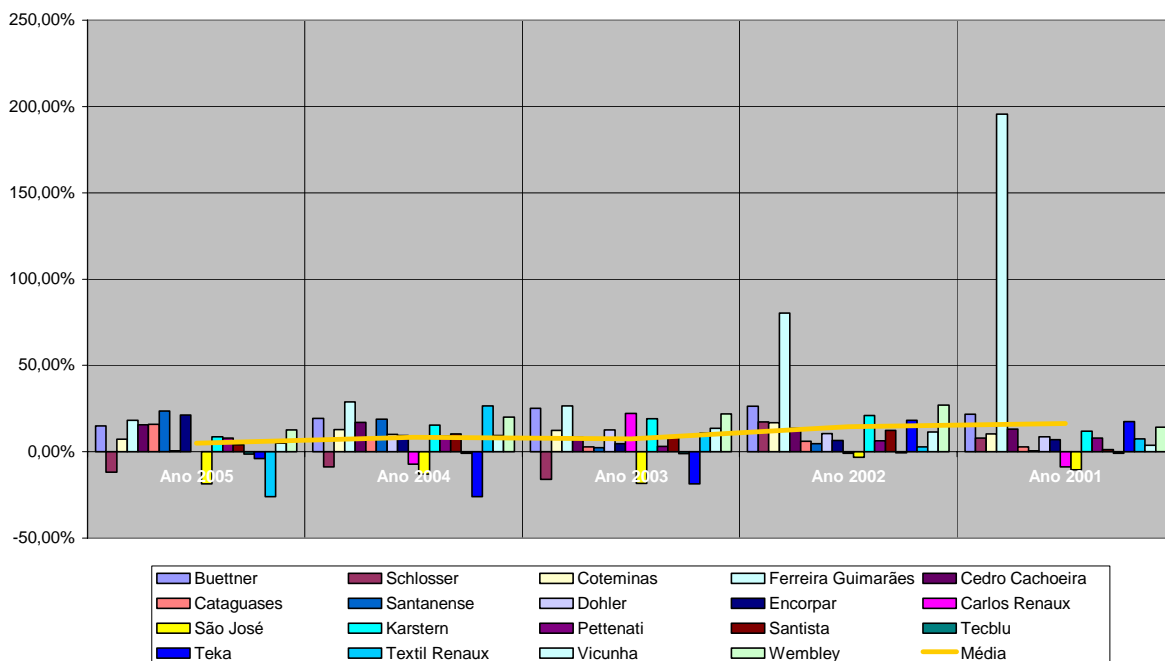
⁴ As demonstrações contábeis foram extraídas diretamente do *site* da Bovespa (www.bovespa.com.br), tendo em vista algumas divergências encontradas entre este *site* e as demonstrações divulgadas nos *sites* das respectivas empresas. Os valores das demonstrações contábeis foram indexados pelo IGP-M acumulado.

⁵ Os valores foram indexados, para excluir o efeito da inflação nos demonstrativos contábeis. O indexador utilizado foi o IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado).

O gráfico 1 apresenta o retorno sobre o investimento de cada empresa em particular componente do setor de fios e tecidos. Cabe ressaltar que o ROI é uma medida do desempenho econômico das empresas e é calculado utilizando-se da seguinte equação:

$$\text{ROI} = \text{Lucro Operacional} / (\text{Investimento}^6 - \text{Lucro Líquido}^7) \quad \text{Equação 1}$$

Gráfico 1 - Return of Investment



Fonte: Elaboração Própria

Esse indicador é melhor analisado quando comparado com o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, que será feito no item a seguir. No entanto, cabe ressaltar que o setor de fios e tecidos, em média, apresenta um ROI positivo, embora decrescente, se considerado o horizonte de análise (2001 a 2005).

Da base de dados analisada, pode-se constatar que no ano 2001, 84,21% das empresas estavam com o ROI abaixo da média setorial, enquanto que em 2004 esse percentual era de 31,58%. Nos demais anos, os valores percentuais situaram-se dentro desse patamar. Por outro lado, é importante frisar que, embora a média setorial do ROI seja positiva, em 2001 15,79% das empresas estavam com um retorno sobre o investimento negativo. Em 2005, o percentual subiu para 26,32% das empresas.

O Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, assim como o ROI, é um indicador econômico, de acentuada relevância para a gestão empresarial. Segundo Assaf Neto (2002), O RSPL representa a taxa de rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa, sendo dimensionado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa.

Sua equação é dada a seguir:

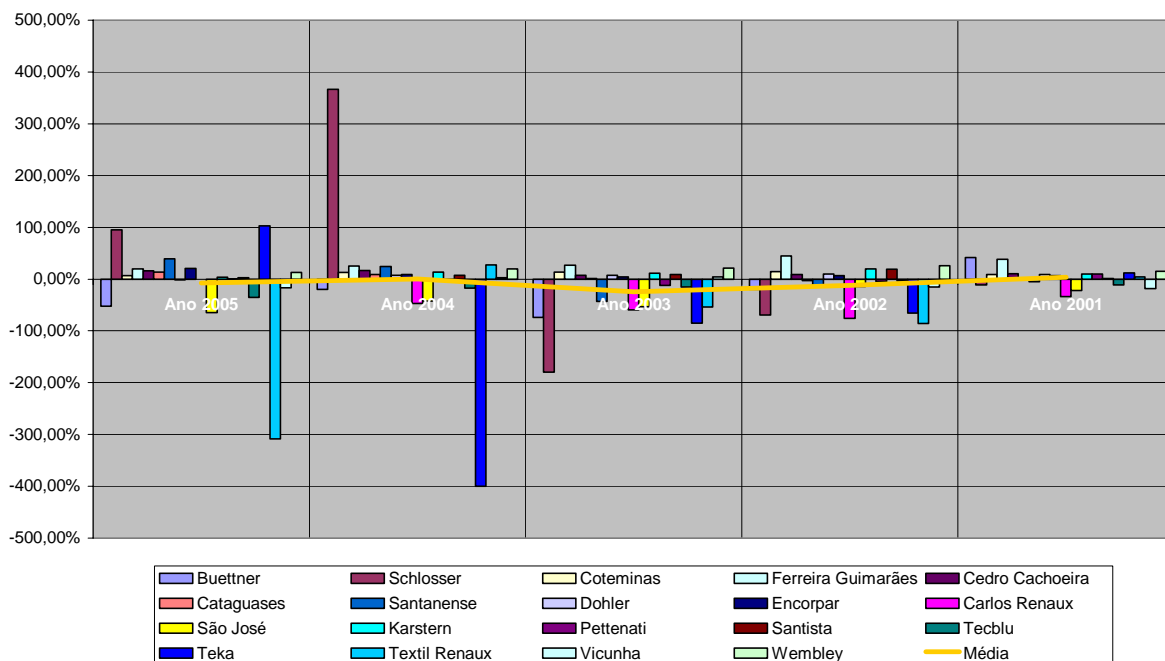
$$\text{RSPL} = \text{Lucro Líquido} / (\text{Patrimônio Líquido} - \text{Lucro Líquido}) \quad \text{Equação 2}$$

⁶ Investimento é o resultado do Ativo Total menos o Passivo não-oneroso ou passivo de funcionamento (fornecedores, impostos e contribuições, salários e dividendos, basicamente).

⁷ O lucro líquido gerado no período foi deduzido do investimento, evitando-se considerar o lucro líquido no numerador e no denominador, conjuntamente.

Pode-se observar, pela análise do gráfico 2, que diferentemente do ROI, o setor de fios e tecidos apresenta um RSPL oscilante, entre valores positivos (anos 2001 e 2004) e valores negativos (demais anos). Os valores negativos são oriundos dos prejuízos auferidos pelas empresas nos períodos considerados, baixando a média setorial.

Gráfico 2 - Retorno Sobre o Patrimônio Líquido



Fonte: Elaboração Própria

Ainda que os valores apurados do RSPL estejam oscilantes entre valores negativos e positivos, elucida-se o fato de no ano 2001, 57,89% das empresas apresentavam índices maiores que a média setorial, enquanto que no ano 2005, o percentual subiu para 73,68%. É importante, ainda, evidenciar que entre os anos da análise, o percentual de empresas cujo índice apurado foi negativo variou de 31,58% e 57,89%.

A alavancagem financeira resulta da participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa. Segundo Assaf Neto (2002), pode-se admitir que interessa o endividamento sempre que seu custo for menor que o retorno produzido pela aplicação desses recursos. Nessa situação em que o retorno do investimento do capital emprestado excede o seu custo de captação, a diferença positiva encontrada promove uma elevação mais que proporcional nos resultados líquidos dos proprietários, alavancando a rentabilidade.

Pode-se adotar a seguinte regra de cálculo para apurar o GAF:

$$\text{GAF} = \text{RSPL} / \text{ROI}$$

Equação 3

É correto afirmar, portanto, que sempre que o RSPL for superior ao ROI, haverá alavancagem na rentabilidade dos proprietários de capital próprio, pelo fato de o custo da dívida situar-se abaixo do ROI.

Sempre que o grau de alavancagem for maior do que 1, denota que o capital de terceiros está influenciando positivamente no resultado/retorno do capital próprio da empresa em razão do aumento do lucro líquido em relação ao patrimônio líquido. Por outro lado, quando o GAF for menor que 1 está refletida uma situação desfavorável para a empresa em

termos de alavancagem financeira. Essa diferença desfavorável é absorvida pelos proprietários, promovendo uma redução em suas taxas de rentabilidade.

O quadro 3 abaixo representa uma análise comparativa dessa situação, envolvendo o GAF e os retornos (ROI e RSPL).

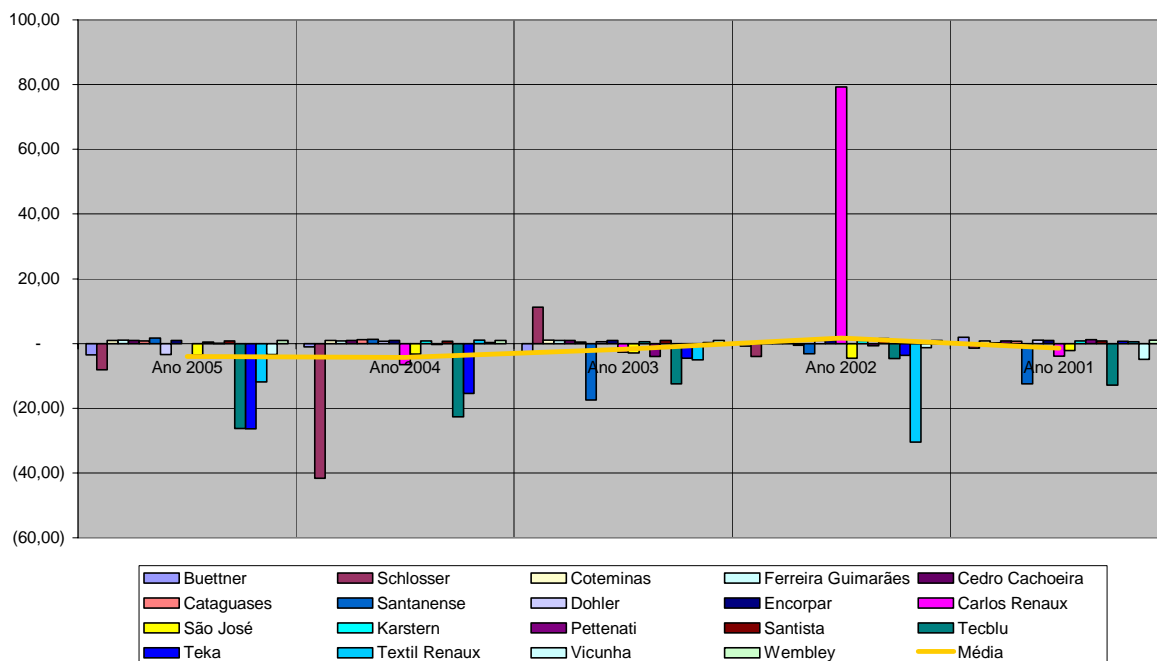
Se	Identifica	Denota
$GAF > 1$	$RSPL > ROI$	$ROI > \text{custo da dívida}$
$GAF = 1$	$RSPL = ROI$	$ROI = \text{custo da dívida}$
$GAF < 1$	$RSPL < ROI$	$ROI < \text{custo da dívida}$

Quadro 3 – comparativo entre GAF, RSPL, ROI e Custo da Dívida

Fonte: Assaf Neto (2002, p.215)

O gráfico 3 apresenta o GAF setorial das empresas de fios e tecidos.

Gráfico 3 - Grau de Alavancagem Financeira



Fonte: Elaboração Própria

Pode-se observar que, com exceção do ano 2002, todos os demais anos apresentam um GAF negativo, denotando que os recursos captados de terceiros estão corroendo a rentabilidade dos proprietários da empresa. Isso significa que o RSPL, portanto, é inferior ao ROI. O custo da dívida, por outro lado, é superior ao retorno conseguido pela aplicação dos recursos nos ativos empresariais.

O gráfico 4 complementa essa análise, comparando-se o resultado médio setorial auferido pelas empresas analisadas.

Pode-se concluir com Assaf Neto (2000) que, para os proprietários, quanto maior se apresenta o GAF, tanto melhor será, pois o menor custo dos recursos de terceiros atuará como uma alavanca em seus retornos.

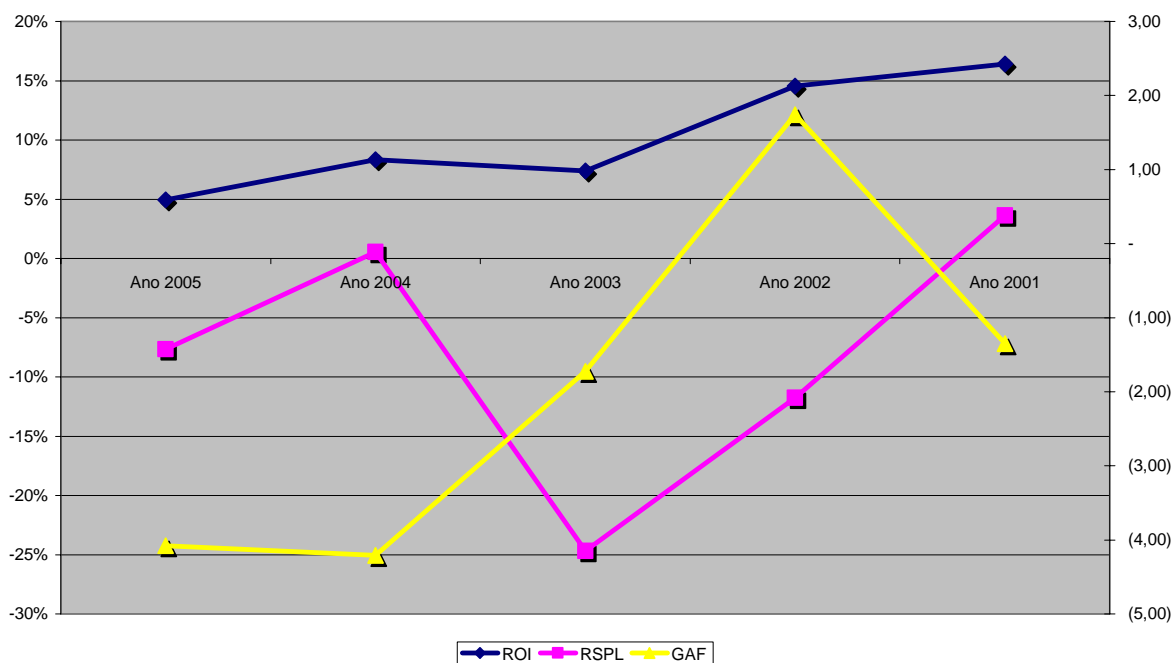
O setor de fios e tecidos está basicamente sendo financiado por recursos de terceiros, bem como por recursos próprios, estes últimos em maior proporção, em termos médios. No

entanto, ao se avaliar os anos sob análise, pode-se verificar que a prática de *underwriting* ainda está insipiente no setor.

O *underwriting* é uma operação de lançamento de uma emissão de ações para subscrição pública, no qual a empresa encarrega uma instituição financeira da colocação desses títulos no mercado, ou seja, é uma operação realizada por uma instituição financeira, mediante a qual, sozinha ou em consórcio, subscreve títulos de emissão por parte de uma empresa, para posterior revenda no mercado (PINHEIRO, 2005).

A operação de *underwriting* tem por objetivo prover recursos às sociedades anônimas, com a finalidade de capitalizar ou consolidar a estrutura e/ou seus investimentos. Para tanto, os instrumentos disponíveis são as ações e as debêntures.

Gráfico 4 - Comparativo entre GAF, ROI e RSPL



Fonte: Elaboração Própria

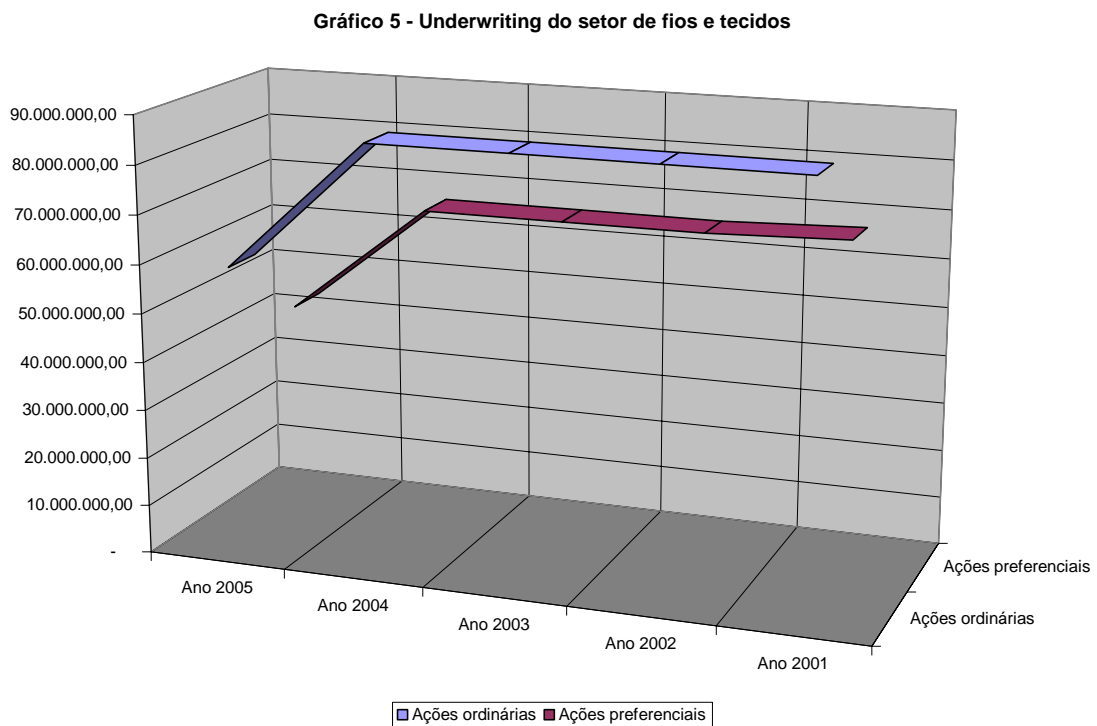
Segundo Pinheiro (2005), as principais vantagens do *underwriting* são:

- Fortalecimento da empresa com a criação de um instrumento de capitalização democrática, isto é, acesso a uma nova fonte permanente de recursos;
- Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento;
- Maior flexibilidade nas decisões estratégicas sobre a estrutura de capitais;
- Desenvolvimento de imagem institucional da empresa junto aos meios financeiros, clientes e fornecedores;
- Visualização patrimonial da empresa, com a cotação pública dos títulos de sua emissão;
- Criação de liquidez para os títulos de emissão de companhia aberta, e para o patrimônio dos acionistas;
- Melhor condição de expansão via aquisição de outras empresas ou outro tipo de investimento, tendo como contrapartida os recursos provenientes do mercado de capitais;

- Aumento de alavancagem financeira, isto é, aumento da capacidade de negociação, junto ao intermediador financeiro;
- Redução da dependência das instabilidades e imprevisibilidades do mercado financeiro (crédito);
- Custo de captação compatível com a rentabilidade da empresa e participação nos resultados e nas debêntures;
- Melhor solução para o problema de sucessão no caso de empresas familiares.

Não se pode ignorar, no entanto, que as operações de *underwriting* também vêm acompanhadas de custos, oriundos basicamente das obrigações contraídas com as instituições que intermediam a operação, bem como com a bolsa de valores.

O gráfico 5 apresenta, portanto, a evolução das operações de *underwriting* no setor de fios e tecidos.



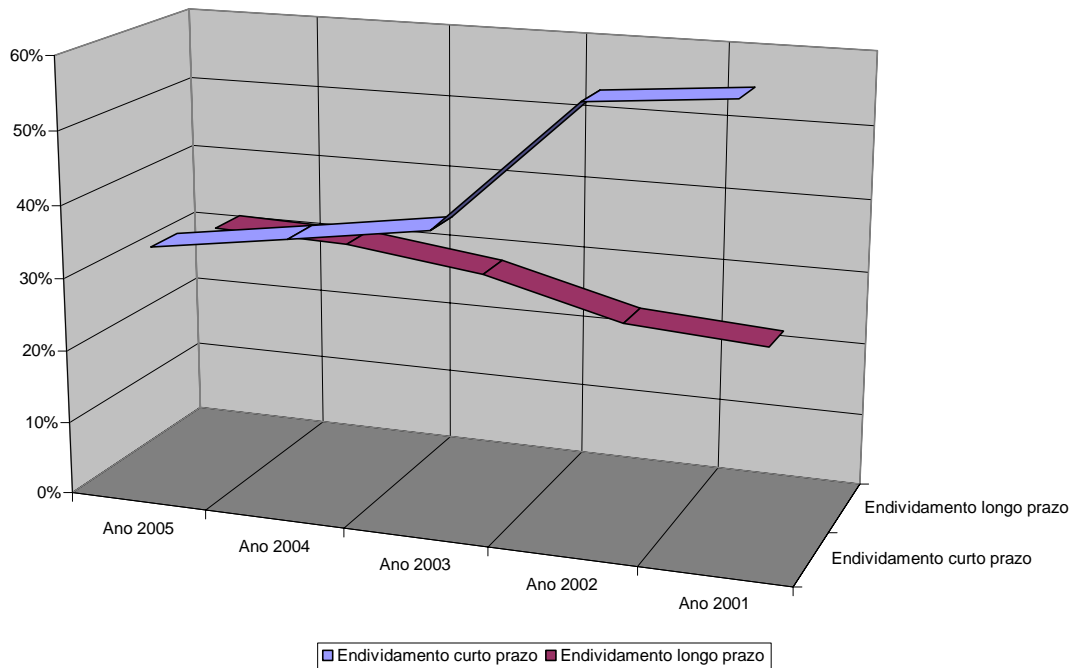
Fonte: Elaboração Própria

Pode-se observar que, em termos médios, as operações de *underwriting* do setor de fios e tecidos ficou estagnada ou levemente decrescente no período de 2001 a 2004, sofrendo acentuada queda no ano 2005.

Por outro lado, o gráfico 6 apresenta a evolução das dívidas de curto e longo prazo do setor, também em termos médios.

Similarmente às operações de *underwriting*, o endividamento com recursos de terceiros também sofreu ligeira queda em 2005, diminuindo a participação dos passivos onerosos de curto prazo, pelo aumento dos passivos onerosos de longo prazo.

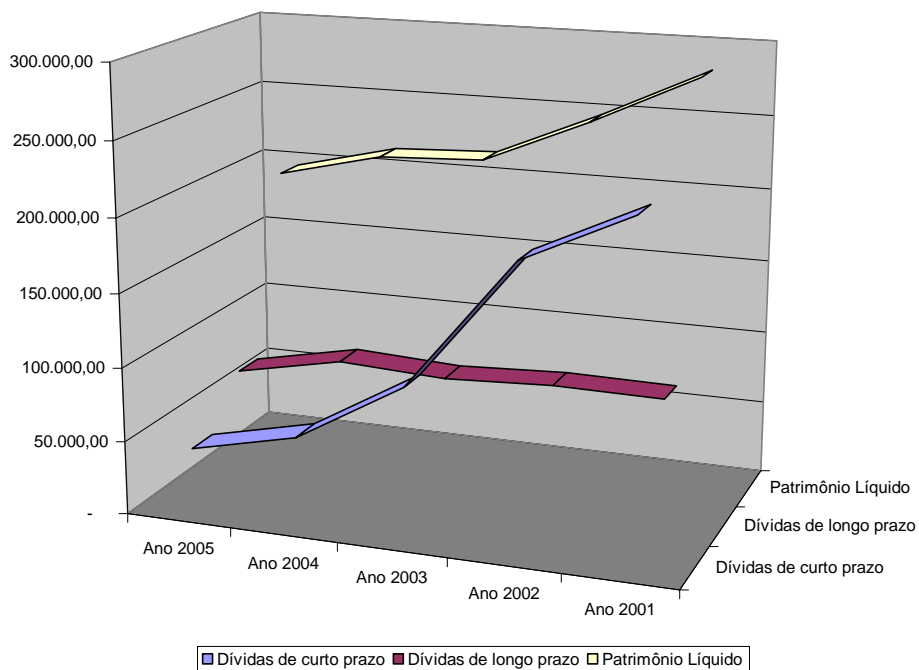
Gráfico 6 - Evolução das dívidas de curto e longo prazo



Fonte: Elaboração Própria

Finalmente, apresenta-se, pelo gráfico 7, a evolução do financiamento do setor de fios e tecidos, comparando-se a estrutura do patrimônio líquido, do passivo oneroso de curto e longo prazos.

Gráfico 7 - Evolução do financiamento do setor de fios e tecidos



Fonte: Elaboração Própria

Observa-se que o patrimônio líquido é ainda a maior fonte de financiamento das aplicações realizadas pelas empresas do setor, comparativamente com os passivos onerosos. No entanto, esse financiamento do capital próprio basicamente não se deu pela emissão e subscrição de ações, mas pelo lucro auferido nos exercícios, e pelas reservas.

Uma elucidação importante é com relação a enorme queda sofrida pelas dívidas de curto prazo, denotando maior folga financeira das empresas nas obrigações correntes.

4. Considerações finais

A presente pesquisa propôs-se a avaliar a forma de financiamento do setor de fios e tecidos das empresas de capital aberto cadastradas na Bovespa. Pode-se perceber, pelos dados apresentados e discutidos na seção anterior, certa diversidade entre as empresas que compõe o setor.

O retorno sobre o investimento médio do setor é insuficiente para cobrir o custo da dívida contraída. Isso pode ser evidenciado pelos baixos valores do retorno sobre o patrimônio líquido quando comparados com o retorno sobre o investimento.

Essa situação expressa basicamente que o setor não está conseguindo gerar valor adicionado, uma vez que o custo de capital supera o retorno auferido pelas aplicações correntes e permanentes.

Por outro lado, o grau de alavancagem financeira médio do setor evidenciou exatamente tal desequilíbrio financeiro. Certamente, esse custo da dívida maior que o retorno está sendo assumido pelos proprietários das empresas, uma vez que tal custo está corrompendo a rentabilidade média do setor.

Finalmente, pode-se avaliar que as operações de *underwriting* ainda são incipientes no setor têxtil, dada a estagnação da emissão e da subscrição de ações, tanto ordinárias quanto preferenciais, ao longo do período analisado. O patrimônio líquido ainda é a maior fonte de financiamento, quando comparado com os passivos onerosos de curto e longo prazo.

5. Referências bibliográficas

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços*: em enfoque econômico-financeiro. São Paulo: Atlas, 2000.

BEUREN, Ilse Maria (coord.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade*: teoria e prática. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2004.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Princípios de Finanças Empresariais*. São Carlos (Portugal): McGraw-Hill, 1992.

CARVALHO, Antônio Gledson de. *Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: A Experiência dos Anos 90*, Programa de Seminário Acadêmico, Seminário 25/00, Brasília, 2000.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; STUDART, Rogério. *Economia monetária e financeira*: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*: fundamentos e técnicas. São Paulo: Atlas, 2005.

VIEIRA, Edson Roberto e CORRÊA, Vanessa Petrelli. *Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes*. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, Julho de 2002.