

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL**  
**ÁREA DO CONHECIMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS**  
**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ADEILLI GAMBATO**

**ANÁLISE DE RETORNO DE INVESTIMENTO DE UMA MALHARIA SITUADA NA  
SERRA GAÚCHA: UM ESTUDO DE CASO**

**FARROUPILHA**

**2019**

**ADEILLI GAMBATO**

**ANÁLISE DE RETORNO DE INVESTIMENTO DE UMA MALHARIA SITUADA NA  
SERRA GAÚCHA: UM ESTUDO DE CASO**

Monografia apresentada como requisito  
para a obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis da Universidade de  
Caxias do Sul

Orientador TCC I: Prof. Ma. Sinara  
Jaroseski  
Orientador TCC II: Prof. Ma. Sinara  
Jaroseski

**FARROUPILHA**

**2019**

**ADEILLI GAMBATO**

**ANÁLISE DE RETORNO DE INVESTIMENTO DE UMA MALHARIA SITUADA NA  
SERRA GAÚCHA: UM ESTUDO DE CASO**

Monografia apresentada como requisito  
para a obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis da Universidade de  
Caxias do Sul

Orientador TCC I: Prof. Ma. Sinara  
Jaroseski

Orientador TCC II: Prof. Ma. Sinara  
Jaroseski

Aprovado (a) em \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

**Banca Examinadora:**

Presidente

-----  
Prof. Ma. Sinara Jaroseski  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Examinadores:

-----  
Prof. Ms. Leandro Rogerio Schiavo  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

-----  
Prof. Ms. Tarsício Neves da Fontoura  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

## **AGRADECIMENTOS**

Quero expressar meus agradecimentos a todas as pessoas que, de uma forma ou de outra, colaboraram para que este trabalho fosse realizado. Em especial à minha orientadora, Prof. Ma. Sinara Jaroseski por toda a motivação e incentivo a mim confiados em cada semana de orientações, além de todo o seu conhecimento técnico e excelência profissional que foram muito importantes durante todo o desenvolvimento desta monografia.

Agradeço de forma especial aos diretores da empresa objeto desta pesquisa, por possibilitarem a realização do estudo de caso, disponibilizando todas as informações necessárias para a sua elaboração.

Agradeço a Deus, pelo dom da vida. Aos meus pais, Adelino e Claudete agradeço carinhosamente pelo amor, incentivo pelas minhas escolhas profissionais e por sempre acreditarem em mim, proporcionando as condições para que o estudo fosse priorizado. Ao meu namorado Cleiton e minha irmã Camilli, assim como aos demais familiares por todo o amor, parceria e paciência dispendidos durante toda a graduação.

*“O sucesso nasce do querer, da determinação e persistência em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo, quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis”*

José de Alencar

## RESUMO

O aumento da concorrência e a escassez de recursos faz com que existam constantes mudanças na gestão dos negócios e a necessidade de informações que auxiliem os administradores na tomada de decisão, evidenciando a situação econômico-financeira das empresas. Neste contexto destaca-se a metodologia de avaliação de *performance* empresarial EVA, que analisada em conjunto com demais indicadores de desempenho objetiva apresentar o lucro econômico de uma empresa e está relacionada à criação de riqueza ao acionista. O presente estudo objetivou avaliar o retorno de investimento e criação de valor proporcionado por uma indústria do ramo malheiro situada na Serra Gaúcha no período de 2014 a 2018. Assim sendo, o estudo caracterizou-se como pesquisa descritiva e exploratória, com abordagem qualitativa e quantitativa. Quanto aos procedimentos técnicos, utilizou-se pesquisa bibliográfica e estudo de caso. O estudo foi desenvolvido com base em dados coletados através das demonstrações contábeis do período de 2014 a 2018, através da elaboração de cálculos e análises de indicadores de desempenho econômico, financeiro e Valor Econômico Adicionado, com o propósito de constatar o retorno propiciado ao investidor. A partir dos indicadores calculados, conclui-se que é necessário analisar os custos e despesas incidentes sobre a estrutura operacional atual, visto que o EVA apontou criação de valor ao investidor apenas nos anos de 2016 e 2017. Além disso, entende-se que o constante acompanhamento gerencial através de análises de desempenho e *performance* são importantes para as empresas independente de seu porte, visto que apenas lucro líquido evidenciado nas demonstrações contábeis não garante criação de valor para o investidor, uma vez que os resultados obtidos devem superar o custo de capital próprio e de terceiros.

**Palavras-chave:** Contabilidade gerencial. Retorno de investimento. *Economic Value Added*. Indústria malheira.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Processo de tomada de decisão .....	27
--	----

## LISTAS DE QUADROS

Quadro 1 - Modelo Fleuriet .....	31
Quadro 2 - Retorno sobre o ativo .....	32
Quadro 3 - Retorno sobre o patrimônio líquido .....	33
Quadro 4 - Retorno sobre o investimento .....	34
Quadro 5 - Custo médio ponderado do capital.....	37
Quadro 6 - Cálculo do NOPAT .....	40
Quadro 7 - Cálculo do EVA .....	41



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Necessidade de Capital de Giro.....	48
Tabela 2 - Prazos médios de recebimentos e pagamentos .....	49
Tabela 3 - Capital de Giro .....	49
Tabela 4 - Evolução do saldo de reservas de lucros.....	50
Tabela 5 - Saldo de Tesouraria .....	51
Tabela 6 - Evolução do saldo de empréstimos.....	51
Tabela 7 - Cálculo do retorno sobre o ativo .....	52
Tabela 8 - Giro do Ativo .....	53
Tabela 9 - Cálculo do retorno sobre o patrimônio líquido.....	54
Tabela 10 - Cálculo do retorno sobre o investimento .....	55
Tabela 11 - Ativo Operacional Ajustado .....	56
Tabela 12 - Cálculo da Alíquota de IR/CS.....	58
Tabela 13 - Cálculo do NOPAT .....	59
Tabela 14 - Cálculo do custo médio ponderado de capital.....	60
Tabela 15 - Cálculo do EVA .....	62
Tabela 16 - Resultados dos índices de desempenho.....	66

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Modelo Fleuriet.....	65
----------------------------------	----

## LISTA DE ABREVIATURAS

Ma.	Mestra
n.	Número
Prof.	Professor
p.	Página
v.	Volume

## LISTA DE SIGLAS

ABIT -	Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção
CAGED -	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDB -	Certificado de Depósito Bancário
CDG -	Capital de Giro
CMV -	Custo das Mercadorias Vendidas
CPV -	Custo dos Produtos Vendidos
EVA -	<i>Economic Value Added</i>
IBGE -	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICMS -	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IR -	Imposto de Renda
NGC -	Necessidade de Capital de Giro
NOPAT -	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
PIB -	Produto Interno Bruto
ROA -	Retorno sobre o Ativo
ROE -	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROI -	Retorno sobre o Investimento
SEBRAE -	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
T -	Saldo em Tesouraria
TIR -	Taxa Interna de Retorno
TMA -	Taxa Mínima de Atratividade
VPL -	Valor Presente Líquido

## LISTA DE SÍMBOLOS

US\$	Dólares
%	Por cento
R\$	Reais

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>15</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO .....	15
1.2	TEMA E QUESTÃO DE PESQUISA .....	19
1.2.1	<b>Delimitação do tema .....</b>	<b>19</b>
1.2.2	<b>Definição da questão de pesquisa .....</b>	<b>20</b>
1.3	HIPÓTESES OU PROPOSIÇÕES .....	20
1.4	OBJETIVOS .....	21
1.4.1	<b>Objetivo geral .....</b>	<b>21</b>
1.4.2	<b>Objetivos específicos .....</b>	<b>21</b>
1.5	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	21
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>23</b>
2.1	CONTABILIDADE GERENCIAL .....	23
2.1.1	<b>Conceito.....</b>	<b>23</b>
2.1.2	<b>Importância de sua utilização .....</b>	<b>24</b>
2.1.3	<b>Ferramentas aplicadas .....</b>	<b>25</b>
2.2	ANÁLISE DE INVESTIMENTO.....	26
2.2.1	<b>Tomada de decisão .....</b>	<b>26</b>
2.2.2	<b>Taxa Mínima de Atratividade (TMA).....</b>	<b>27</b>
2.2.3	<b>Valor Presente Líquido (VPL).....</b>	<b>28</b>
2.2.4	<b>Taxa Interna de Retorno (TIR).....</b>	<b>29</b>
2.3	ANÁLISE DE DESEMPENHO.....	30
2.3.1	<b>Modelo Fleuriet.....</b>	<b>30</b>
2.3.2	<b>Retorno sobre o Ativo (ROA) .....</b>	<b>32</b>
2.3.3	<b>Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).....</b>	<b>33</b>
2.3.4	<b>Retorno sobre o Investimento (ROI).....</b>	<b>33</b>
2.4	ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) .....	34
2.4.1	<b>Conceito.....</b>	<b>35</b>
2.4.2	<b>Custo de Capital.....</b>	<b>35</b>
2.4.3	<b>Custo de Oportunidade .....</b>	<b>36</b>
2.4.4	<b>Custo Médio Ponderado de Capital .....</b>	<b>37</b>
2.4.5	<b>Vantagens .....</b>	<b>38</b>

2.4.6	Desvantagens.....	38
2.4.7	Cálculo do EVA .....	39
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA .....</b>	<b>42</b>
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	42
3.2	PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS.....	44
<b>4</b>	<b>ESTUDO DE CASO EM UMA INDÚSTRIA DE RAMO MALHEIRO .....</b>	<b>45</b>
4.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DA EMPRESA.....	45
4.1.1	<b>Histórico.....</b>	<b>45</b>
4.1.2	<b>Mercado de atuação.....</b>	<b>45</b>
4.1.3	<b>Estrutura da empresa .....</b>	<b>46</b>
4.2	CÁLCULOS E ANÁLISES DOS INDICADORES.....	47
4.2.1	<b>Cálculos e análises dos índices de desempenho .....</b>	<b>47</b>
4.2.1.1	Taxa mínima de Atratividade .....	47
4.2.1.2	Modelo Fleuriet.....	48
4.2.1.3	Retorno sobre o ativo .....	52
4.2.1.4	Retorno sobre o patrimônio líquido.....	53
4.2.1.5	Retorno sobre o investimento.....	54
4.2.2	<b>Cálculo e análise do Valor Econômico Agregado .....</b>	<b>55</b>
4.2.2.1	Cálculo do Ativo Operacional .....	55
4.2.2.2	Cálculo do NOPAT .....	57
4.2.2.3	Cálculo do custo médio ponderado de capital .....	59
4.2.2.4	Cálculo do EVA .....	62
4.2.3	<b>Análise dos resultados compilados .....</b>	<b>64</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>68</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>70</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO

Em razão da globalização e busca cada vez mais acirrada por espaço no mercado, os empresários precisam avaliar constantemente uma melhor otimização de suas estruturas operacionais, a fim de baratear seus produtos e manterem-se competitivos, garantindo a sobrevivência da organização.

Uma das formas de expandir a representatividade no mercado é através de investimentos. Porém, na atual situação econômica em que o Brasil se encontra, é necessário analisar as melhores e mais rentáveis opções de investimento. Para isso, deve-se levar em conta o tempo e taxa de retorno que se apresentem atrativos aos interesses do investidor.

No momento em que o investidor dispõe de recursos e demonstra interesse em aplicá-los para futuros retornos, percebe à sua disposição diversas opções de investimentos, desde conservadores até os mais arriscados. O que pode-se supor é que, quanto maior o risco envolvido na operação, maiores os benefícios futuros esperados (LIMA Jr.; ALDATZ, 2013).

Um método de investimento comumente praticado se dá através da entrada no mercado, sendo concretizado no momento da decisão de abrir uma empresa. Neste caso, é necessário o dispêndio de tempo além dos recursos monetários para acompanhamento da rentabilidade do projeto em que o capital foi destinado. Dessa forma, pode-se analisar se é viável a continuação das atividades ou até mesmo estudar a possibilidade de expansão dos negócios.

Já para investidores que preferem não abrir seus próprios negócios, podem ser interessantes as aplicações de mercado financeiro. As mais comuns são as oferecidas por instituições financeiras como por exemplo, caderneta de poupança ou Certificado de Depósito Bancário (CDB), e há também a possibilidade de adquirir ações na bolsa de valores. Seja qual for a opção escolhida, o que se faz necessária é uma avaliação dos riscos envolvidos, assim como o tempo em que o investidor terá o retorno desejado (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

O presente estudo terá enfoque na análise de retorno de investimento em uma empresa do ramo têxtil, setor que foi responsável pela criação de metade das vagas de emprego do setor da indústria de transformação no país no primeiro



semestre de 2017, conforme dados apresentados pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED). Observa-se que o setor trabalha fortemente para se reerguer, apesar das dificuldades enfrentadas em razão da crise econômica que afetou os empresários e toda a classe trabalhadora nos últimos anos (BOUÇAS, 2017).

Outro dilema que a indústria têxtil precisa enfrentar constantemente é a importação de artigos do vestuário vindos principalmente da China, que põe em risco a continuidade da liderança de mercado pelos produtos nacionais. Conforme dados divulgados pela Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT), as importações brasileiras de artigos do vestuário vindos da China aumentaram de US\$ 542 milhões para US\$ 702 milhões de dólares de janeiro a julho de 2018 em comparação ao mesmo período do ano anterior. Estes números representam uma variação de 29,68%, e faz com que se reforce a afirmação de que as empresas deste segmento no país precisam mostrar diferenciais que os façam atrair clientes e manter sua fidelidade.

De acordo com dados publicados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2018) a indústria encerrou o ano de 2017 com representatividade de 20,8% no PIB brasileiro, que após dois anos de retração apresentou um crescimento de 1,0% no último ano. Quando comparada com os demais segmentos da indústria de transformação, o setor têxtil tem representatividade de 1,9% e ocupa a 2ª posição no quesito empregador e geração do primeiro emprego (DATASEBRAE, 2018).

A empresa foco deste estudo está localizada na cidade de Farroupilha/RS, que é considerada a Capital Nacional da Malha em razão das mais de 200 empresas do ramo malheiro oficialmente cadastradas na prefeitura. A atividade deste setor possui participação de 7,74% na economia geral do município e 13,15% no setor industrial. Foi responsável também pelo recolhimento de R\$ 175 milhões de reais de ICMS no ano de 2016, sendo este o índice mais utilizado pelo município como comparativo de desenvolvimento, o que evidencia o segmento malheiro ocupando a 4ª posição da atividade industrial da economia local (PREFEITURA DE FARROUPILHA, 2018).

Segundo Lima Jr. e Aldatz (2013), o ponto de partida para a tomada de decisão de investimento é avaliar entre diferentes opções qual se apresenta mais vantajosa de acordo com a taxa e tempo de retorno esperados pelo investidor.

Assim sendo, a escolha deste tema possui importância pela razão de que muitas empresas acabam tendo insucesso em suas atividades pelo fato de não haver um acompanhamento contínuo dos relatórios contábeis a fim de visualizar qual o retorno que está sendo proporcionado ao seu investidor.

Tratando-se de uma empresa de pequeno porte, essa afirmação é reforçada, pois em muitos casos os gestores não têm conhecimento amplo acerca dos conceitos de retorno de investimento ou custo de oportunidade, e acabam não conseguindo maximizar seu investimento como seria feito através de uma análise comparativa com demais opções.

Com base no exposto, o estudo torna-se útil não somente para a empresa em questão, mas também para outros investidores a fim de que, quando visarem a possibilidade de fazer um investimento, tenham um maior embasamento sobre os conceitos abordados e assim consigam investir da melhor e mais rentável forma possível.

Vadivel e Devi (2018) estudaram uma possibilidade mais ampla de analisar o índice ROE, popular entre os investidores, de três empresas da indústria têxtil de Tamilnadu, na Índia. As empresas selecionadas foram *Sri Naachiammai Mills*, *Tamil Nadu Jai Bharathi Mills* e *Loyola Mills*. O estudo foi centrado na possibilidade de calcular os índices com base nas demonstrações das empresas selecionadas aumentando de três para cinco os principais fatores determinantes do ROE, e identificar as principais razões que expliquem o seu crescimento ou declínio. Foi apontado também que a utilização de diversas estratégias financeiras e operacionais pode influenciar o ROE. A elaboração da pesquisa se deu com as informações extraídas de relatórios anuais, periódicos e publicações relativas aos anos de 2010 a 2014.

Após o cálculo dos indicadores, o ROE encontrado foi negativo em três anos na empresa *Sri Naachiammai Mills*, o que significa que a empresa não apresentou retorno nestes anos, em razão da margem líquida que também foi negativa neste período. Na análise da organização *Tamil Nadu Jai Bharathi Mills* o cálculo dos índices apontaram que não houve retorno de investimento na maior parte dos anos, e a razão também foi a margem líquida que se apresentou negativa. O giro do ativo apresentou altos e baixos nos anos analisados. Já os cálculos da empresa *Loyola Mills* apresentaram ROE com picos de altos e baixos ao longo dos exercícios, e da

mesma forma a principal razão dos resultados foi a margem líquida que foi mais alta em anos específicos e ineficiente em outros.

Os autores apontam que se faz necessária uma melhor administração a fim de melhorar a margem de lucro, e assim obter retornos sobre o investimento. Concluiu-se através dos resultados que as organizações necessitam de esforços para aumentar o seu faturamento e reduzir as despesas gerais, e aconselhou-se também uma modernização de suas estruturas operacionais para que se possa reduzir os custos de produção. Através de uma análise global dos resultados, os retornos sobre o patrimônio líquido não estão sendo satisfatórios.

Medeiros, Andrade e Faria (2015) desenvolveram um estudo com o intuito de verificar quais foram as políticas e estratégias financeiras que influenciaram na rentabilidade e criação de valor aos proprietários, de uma empresa brasileira de capital aberto, com nome fictício Alfa. A empresa em questão atua no setor de cosméticos, e para isso foi analisado o período de três anos (2006, 2007 e 2008). O estudo teve como propósito secundário ilustrar a aplicação das técnicas de análise de rentabilidade empresarial e de criação de valor. Para isso, foram coletados dados financeiros a partir das demonstrações contábeis divulgadas pela empresa, com objetivo de fazer um estudo comparativo nas variações ocorridas na rentabilidade e criação de valor durante esse intervalo de tempo.

Os resultados obtidos através do cálculo de índices de endividamento apontaram um aumento na quantidade de dívidas em 40,5% nos três anos. Com relação aos índices de liquidez, apesar de apresentarem uma tendência de queda, o quociente encontrado indica capacidade de pagamento. Já em relação aos índices de atividade, os ciclos operacional e financeiro aumentaram ao final do período analisado, e o giro do estoque caiu de 4,58 para 3,39 de 2006 para 2008. Por fim, os índices de rentabilidade apresentaram oscilação, através do cálculo da ROA que obteve leve queda e o ROE, que indica a rentabilidade dos sócios, um aumento de 70,60% para 75,23%.

A partir do cálculo de diversos índices de endividamento, liquidez, rentabilidade e atividade, pode-se concluir que mesmo com o início da crise mundial em 2008, a empresa em questão contrariou as más expectativas para o período e conseguiu ser eficaz em sua gestão da rentabilidade, evidenciada pelas margens e retorno sobre investimento e patrimônio líquido. Através do cálculo do EVA, que foi positivo nos três anos, reforça-se também que a organização manteve o foco na

rentabilidade dos sócios e que mostrou eficácia da administração em suas decisões de aumento na alavancagem financeira.

Colpo, Medeiros e Weise (2016) elaboraram um estudo em uma microempresa que tem como atividade a fabricação de chinelos chamada Gama, localizada em Santa Maria/RS. A pesquisa foi realizada com base em entrevistas feitas com o empreendedor de janeiro a março de 2014, objetivando calcular em quanto tempo se dará o retorno do capital inicial investido através dos métodos *Payback* simples e *Payback* descontado. Os autores salientaram que a análise de investimentos é muito importante não apenas para grandes negócios, mas sim para qualquer investidor, pois quando se trata de empresas de pequeno porte é comum que os recursos do investidor sejam limitados. Foram citados também diversos estudos em que constatou-se que poucos empreendedores de micro e pequenas empresas fizeram pesquisa de viabilidade de seus negócios ou tem conhecimento acerca dos conceitos de tomada de decisão de investimento.

Apresentou-se através dos resultados que a recuperação do capital da empresa pelo método *Payback* Simples, que não utiliza nenhum tipo de taxa de desconto, se dá em 7 meses e 24 dias. Já pelo método *Payback* descontado, que considera o valor do dinheiro no tempo, o período em que estima-se a recuperação do capital é 7 meses e 26 dias. Através dos resultados concluiu-se que este tipo de estudo é importante para demonstrar ao investidor qual a estimativa de tempo de retorno do investimento e assim, torna-se possível adotar um melhor planejamento financeiro, operacional e estratégico para as vendas.

## 1.2 TEMA E QUESTÃO DE PESQUISA

### 1.2.1 Delimitação do tema

Diante da situação em que a economia se encontra, muitas empresas acabam tendo que encerrar suas atividades em razão da perda de espaço no mercado ou por uma gestão de recursos não adequada. Assim sendo, observa-se a importância de serem utilizados métodos eficazes e sistemas de acompanhamento que evidenciem a *performance* das empresas, tornando-se assim, ferramenta de auxílio na tomada de decisão e garantindo que o empresário tenha o retorno conforme planejado (SEBRAE, 2016).

Segundo Lima Jr. e Aldatz (2013), a decisão de investimento se dá através da análise do dispêndio de recursos perante variadas opções disponíveis, observando o que melhor venha de encontro com o alcance dos objetivos do investidor.

Já para Bodie, Kane e Marcus (2014), investimento consiste no sacrifício de dinheiro ou outros recursos no presente para a obtenção de benefícios futuros. Pode-se exemplificar este entendimento imaginando uma situação em que uma pessoa adquire cotas de ações, tendo em vista que o tempo em que seu dinheiro ficará retido, assim como o risco envolvido na operação, se justificará em razão da previsão de futuros resultados monetários.

Conforme o que foi exposto, pode-se entender que é importante o acompanhamento contínuo dos relatórios da empresa e que se mantenha uma contabilidade bem estruturada. Somente assim será possível maximizar os recursos do investidor e garantir que o retorno apresentado seja superior ao que seria atingido através de outras opções de investimento.

Diante do exposto e do aumento da competitividade nos últimos anos, a delimitação do tema de pesquisa a ser estudado será a análise dos relatórios contábeis de uma malharia como forma de evidenciação do retorno apresentado, a fim de observar se o capital investido está proporcionando rendimento superior ao que é oferecido por aplicações do mercado financeiro.

### **1.2.2 Definição da questão de pesquisa**

Com base na delimitação do tema de pesquisa proposto, a questão de pesquisa para o estudo é: Qual o retorno do investimento apresentado através de relatórios contábeis de uma indústria do ramo malheiro situada na Serra Gaúcha?

## **1.3 HIPÓTESES OU PROPOSIÇÕES**

De acordo com a proposta do tema do estudo, que se dará através da análise do retorno de investimento de uma indústria do setor malheiro, as hipóteses apresentadas neste estudo são as seguintes:

H<sub>1</sub>: A análise de retorno de investimentos perante variadas opções possibilita a maximização das riquezas do investidor.

H<sub>2</sub>: A organização em estudo apresenta retorno de investimento superior em comparação a uma aplicação de mercado conservadora.

H<sub>3</sub>: A organização em estudo apresenta retorno de investimento superior em comparação a uma aplicação de mercado de risco.

## 1.4 OBJETIVOS

### 1.4.1 Objetivo geral

Identificar o retorno do investimento apresentado através de relatórios contábeis de uma indústria do ramo malheiro situada na Serra Gaúcha.

### 1.4.2 Objetivos específicos

- Fazer um levantamento bibliográfico acerca dos conceitos que abordam o tema.
- Verificar quais são os pontos principais que devem ser considerados para a tomada de decisão de destinação de recursos em diferentes negócios.
- Analisar os relatórios contábeis da organização objeto deste estudo.
- Calcular índices econômico-financeiros e o *Economic Value Added*, e analisar os resultados obtidos evidenciando o retorno do investimento.

## 1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO

No primeiro capítulo é apresentada uma contextualização do tema, assim como sua delimitação e a questão de pesquisa, os objetivos gerais e específicos, as hipóteses e a estrutura do estudo.

No segundo capítulo são apresentados os referenciais teóricos acerca do tema proposto, compreendendo os aspectos relevantes na tomada de decisão de investimento, análise de retorno de investimento, custo de oportunidade e criação de valor. Este capítulo serve como embasamento para análise do estudo de caso que foi proposto.

No capítulo três é descrita a metodologia utilizada para o desenvolvimento do estudo, onde serão evidenciados os diferentes aspectos metodológicos aplicados.

No quarto capítulo é apresentado o desenvolvimento do estudo de caso, onde é calculado qual o retorno de investimento e criação de valor apresentado pela indústria do ramo malheiro através dos cálculos e análises dos indicadores de desempenho.

Ao final, no quinto capítulo, são apresentadas as conclusões geradas com base no estudo realizado. Através delas e de acordo com os objetivos propostos, será possível constatar se a empresa está remunerando seu investidor conforme o esperado.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 CONTABILIDADE GERENCIAL**

O ambiente empresarial é complexo, dinâmico e incerto, e essas variáveis que o compõem muitas vezes não permitem que as empresas alcancem um equilíbrio ou estado firme, ficando suscetíveis a turbulências. Dessa forma os administradores necessitam de uma correta leitura do ambiente em que estão inseridos para que se possa buscar o equilíbrio empresarial, situação em que os subsistemas da empresa atuam de forma sincronizada e otimizada, proporcionando a correta utilização dos recursos necessários para a realização de suas operações (NASCIMENTO; REGINATO, 2013).

#### **2.1.1 Conceito**

De acordo com Nascimento e Reginato (2013), o controle pode ser definido como os meios de dirigir as ações para que se atinja um determinado rumo desejado. A partir desta afirmação, surgem os estudos sobre o controle de gestão, envolvendo aspectos que dizem respeito aos meios disponíveis para que as decisões sejam tomadas da forma mais segura possível e para que os resultados econômicos sejam mensurados, avaliados e comunicados de forma tempestiva aos gestores para eventuais correções.

Neste contexto, surge a contabilidade gerencial como um dos ramos da contabilidade, que começou a ser utilizada diante da necessidade de definir quais os exatos custos incidentes em determinado processo produtivo. Assim sendo, este ramo da contabilidade tem sua origem a partir da contabilidade de custos, e foi acompanhando a evolução das organizações de acordo com suas necessidades até o mundo contemporâneo, em que a sobrevivência das empresas está sujeita cada vez mais a práticas gerenciais (ALVES, 2013).

Marion e Ribeiro (2018) complementam conceituando a contabilidade gerencial como um sistema de informação, que tem como intuito suprir as organizações com informações além da natureza econômica, financeira, patrimonial e de produtividade obrigadas pela legislação, mas também contempla outras informações de natureza operacional para auxiliar os administradores em sua



tomada de decisão. As informações obtidas através da contabilidade gerencial podem assumir características diferentes de acordo com a natureza das decisões que objetivam orientar, podendo conter, por exemplo, dados referentes à qualidade de materiais, produtos ou serviços, avaliação de satisfação dos clientes, ou até mesmo eficiência dos colaboradores.

### **2.1.2 Importância de sua utilização**

Crepaldi e Crepaldi (2017) afirmam que o aumento da concorrência e a escassez de recursos faz com que haja constantes mudanças na forma de gestão dos negócios. Dessa forma, ocorre a necessidade de informações que auxiliem os administradores na tomada de decisão e que evidencie sua situação econômico-financeira, logo não é mais suficiente uma contabilidade restrita a apresentar somente o lucro disponível ao sócio ao final do exercício. A contabilidade gerencial assume um papel importante no momento em que produz informações objetivas, úteis e relevantes, combinando dados da contabilidade financeira com demais áreas do conhecimento de negócios.

Ainda segundo os autores, as informações disponibilizadas pela contabilidade gerencial são importantes na medida em que identificam aos administradores oportunidades e ameaças, contribuindo para o aperfeiçoamento do ambiente empresarial e proporcionando diferencial aos seus usuários, pois possibilita um planejamento e análise sobre o futuro, antecipando possíveis problemas.

Atkinson *et al* (2015) entendem que a contabilidade gerencial oferece vantagens competitivas às organizações pelo fato de que é direcionado a atender às necessidades de tomada de decisão de colaboradores e gestores da empresa. Por esse motivo, suas informações podem ser elaboradas de acordo com a real necessidade dos gestores que utilizam a informação, uma vez que não estão subordinadas às normas ou órgãos de padronização que influenciem na estrutura do sistema.

Por fim, entre os benefícios apresentados pela utilização da contabilidade gerencial, Marion e Ribeiro (2018) citam uma otimização na mensuração dos custos incorridos nos processos produtivos, qualidade e eficiência nas operações, assim como a avaliação de possíveis reduções nos custos mensurados, aumento da

produtividade e pontualidade de entregas à clientes, e possibilita melhorias na percepção de novos produtos ou serviços rentáveis ou até mesmo a necessidade de descontinuar produções de baixa lucratividade.

### 2.1.3 Ferramentas aplicadas

De acordo com Instituto dos Contadores Gerenciais dos Estados Unidos, “a contabilidade gerencial é processo de identificação, mensuração, acumulação, análise, preparação, interpretação e comunicação das informações financeiras,” para que assim se possa planejar, avaliar, e controlar determinada empresa e garantir o uso adequado dos recursos (MARION; RIBEIRO, 2018, p.3).

Reis e Teixeira (2013, p. 356) classificam as ferramentas gerenciais como artefatos, e as distinguem da seguinte forma:

São considerados artefatos tradicionais: custeio variável, custeio-padrão, custeio por absorção, orçamento, descentralização, valor presente, moeda constante e preço de transferência. São considerados artefatos modernos: teoria das restrições, custeio baseado em atividades (ABC), *benchmarking*, *just-in-time*, *kaizen*, custo-meta, simulação, *Balanced Scorecard*, Valor Econômico Adicionado (EVA) e *Gecon*.

Já para Atkinson *et al* (2015), após as mudanças nos fatores que interferem no sucesso competitivo das organizações, as medidas financeiras, como por exemplo, lucro operacional ou retorno sobre investimento, tornaram-se insuficientes para mensurar o desenvolvimento das empresas. É necessário avaliar também a criação de valor através de ativos intangíveis, podendo ser citados a lealdade e relacionamento com clientes, habilidades e motivação dos funcionários e a importância na sociedade em que está inserida.

Ainda segundo os autores, entre os sistemas de mensuração dos ativos intangíveis citados, o *Balanced Scorecard* destaca-se como um instrumento que tornou-se amplamente utilizado, tanto em empresas privadas como em entidades sem finalidade de lucro. Este modelo, desenvolvido pelos professores Robert S. Kaplan e David P. Norton, permanece medindo resultados financeiros, porém os complementa com medidas não financeiras derivadas da estratégia da empresa e assim, monitora se o modelo de gestão está construindo ou destruindo competências com clientes, processos, funcionários e sistemas. O *Balanced*

*Scorecard* mensura o desempenho organizacional mediante perspectivas derivadas da missão, visão e estratégia da empresa.

Nascimento e Reginato (2013) corroboram que o *Balanced Scorecard* pode ser visto como um sistema de suporte à decisão, de forma que reúne os elementos importantes para acompanhar o desempenho estratégico da organização. Neste modelo, vincula-se pontos estratégicos na organização, como financeiro, clientes, produção e pessoas, tornando possível definir estratégias de ação visando otimizar resultados.

## 2.2 ANÁLISE DE INVESTIMENTO

Os recursos disponíveis nas organizações são limitados, e por isso, requerem uma alocação adequada nas melhores alternativas existentes. Essa qualidade no processo decisório faz com que se determine o crescimento saudável da empresa, logo o processo de decisão de investimento deve visar a maximização de ganhos e minimização dos riscos (ANDRADE, 2013).

Ainda segundo o autor, as principais razões para que as empresas invistam são:

- a) Desenvolvimento: consiste em expandir novos mercados, lançar novos produtos, ou outras formas de expansão de negócios.
- b) Modernização: melhorias nos processos produtivos para manter a competitividade e aprimoramento em linhas de produtos para acompanhar a necessidade dos clientes ao longo do tempo.
- c) Sustentabilidade: realização de projetos que proporcionem desenvolvimento autossustentável e preserve as condições ambientais em suas operações.
- d) Conservação da capacidade de produção: renovação de máquinas e equipamentos que atingiram o final de vida útil.

### 2.2.1 Tomada de decisão

De acordo com Bruni (2013), as decisões de investimento devem considerar o valor do dinheiro no tempo, assim como os custos e sacrifícios incorridos no processo. O investimento, entendido como um sacrifício atual para obtenção de

benefícios futuros, associa-se a fluxos de caixa necessários e gerados pelo investimento quando trata-se da decisão de investimento relacionado a finanças. Hastings (2013) complementa afirmando que a etapa inicial de um processo de investimento consiste em estipular os objetivos a serem alcançados, como por exemplo, o que se pretende produzir, quanto será produzido e quem serão os consumidores desta produção. Após isso, o investidor deve pesquisar quais os meios disponíveis para que se consiga atingir os objetivos previamente definidos. Pode-se citar como exemplo, quais as máquinas capazes de produzir o produto e a quantidade idealizados, e quais modelos e características desses bens que estão disponíveis no mercado. Após alinhadas essas duas primeiras etapas importantes, o autor sugere um esquema que abrange as fases do processo de investimento, conforme demonstrado na Figura 1:

Figura 1 - Processo de tomada de decisão

1- Identificar ou rever necessidade	2- Identificar alternativas	3-Determinar fontes e custos de fundos	4-Determinar fluxos de caixa	5- Analisar e escolher alternativa	6- Iniciar e acompa- nhar
---	--------------------------------	---	------------------------------------	--	---------------------------------

Fonte: Hastings (2013, p.29).

Conforme exposto, a decisão de investimento deve ser realizada mediante estudo prévio que contemple as necessidades a serem atendidas, assim como os melhores meios para que sejam alcançadas. Após escolhida a alternativa mais viável, é necessário que se realize um acompanhamento contínuo para assegurar que o projeto se concretize de acordo com o idealizado (HASTINGS, 2013).

### 2.2.2 Taxa Mínima de Atratividade (TMA)

Em situações em que se deseja comparar opções variadas, é importante que se tenha uma base de comparação, ou seja, um critério de equivalência. Tratando-se de opções de investimento, o critério de equivalência está diretamente relacionado ao valor do dinheiro no tempo e à taxa de juros envolvida na operação, que faz com que justifique-se a aplicação de recursos e a postergação dos benefícios decorrentes desse capital. Dessa forma, ao avaliar as alternativas disponíveis, o investidor deve tomar por base uma taxa mínima de atratividade, ou

seja, a taxa mínima de retorno que seja atraente aos seus interesses (ANDRADE, 2013).

Segundo Camloffski (2014), a taxa mínima de atratividade consiste no retorno mínimo almejado pelo investidor ao implementar uma nova proposta de investimento, vale ressaltar também que esse retorno pode variar dependendo do perfil do investidor. Comumente, um investidor que possua um perfil mais arrojado não se contente com taxas de juros básicas ofertadas por aplicações financeiras de baixo risco, e em contrapartida essa mesma taxa seria satisfatória para um investidor com perfil mais conservador. O autor sugere que ao analisar qual taxa será considerada satisfatória, o investidor faça uma pesquisa acerca da remuneração oferecida por projetos semelhantes e analise também a situação do cenário econômico.

Ainda segundo o autor, nas empresas em que são utilizados capital proveniente de terceiros, o retorno mínimo almejado não pode ser o mesmo que seria utilizado caso a empresa utilizasse somente recursos próprios para se manter. Nestas situações, a taxa mínima de atratividade resulta da soma da taxa cobrada pelo credor dos recursos, como por exemplo a instituição financeira, adicionada da recompensa pelo risco do investimento.

### **2.2.3 Valor Presente Líquido (VPL)**

De acordo com Assaf Neto e Lima (2013), o Valor Presente Líquido consiste em uma análise de fluxos de caixa, onde se calcula o valor presente de recebimentos ou pagamentos iguais ou diferentes a uma taxa conhecida, e após é necessário deduzir o valor do fluxo inicial, como por exemplo, valor inicial do empréstimo ou investimento despendido no negócio. Ao analisar a viabilidade de compra de um bem, determina-se a taxa mínima de retorno desejada, e a partir desta taxa é feito o cálculo das receitas líquidas estimadas geradas pelo bem em determinados períodos temporais, que podem ser meses ou anos. Caso o resultado for positivo o investimento é viável, pois os retornos se igualam ou superam a taxa mínima de retorno desejada. No caso de resultado negativo, a aquisição não é viável.

Brealey, Myers e Allen (2013) afirmam que critérios de análise de investimentos que não consideram o valor do dinheiro no tempo não são eficientes.

Dessa forma, o cálculo do VPL torna-se confiável pela razão de que considera os fluxos de caixas estimáveis e o custo de oportunidade de capital, reconhecendo o valor do dinheiro no tempo.

Lizote *et al* (2014) concluem que o VPL consiste no resultado apresentado pelo investimento ao final do projeto, tendo por base a taxa mínima de atratividade. Dessa forma, é necessário subtrair o custo incorrido no projeto dos fluxos de caixa estimados, resultando no benefício financeiro proporcionado pelo investimento.

#### **2.2.4 Taxa Interna de Retorno (TIR)**

De acordo com Lizote *et al* (2014), é importante considerar os índices reconhecidos pela Taxa Interna de Retorno ao analisar a viabilidade de um projeto financeiro. Sua interpretação é realizada através de uma análise comparativa com a TMA, e em caso de uma taxa interna de retorno que se apresente superior a taxa mínima desejada pelo investidor, o projeto é considerado viável, pois supre a rentabilidade considerada adequada. Esse método reflete as taxas dos fluxos de caixa líquidos (entradas menos as saídas) de um período, calculadas para o investimento.

Camloffski (2014) complementa que a Taxa Interna de Retorno de um projeto quando classificada como uma taxa de desconto, que faz com que o valor presente das entradas de caixa seja igual ao valor presente das saídas, ou seja, que resulte em  $VPL = 0$ . Pode-se dizer ainda, que a Taxa Interna de Retorno é entendida como a rentabilidade projetada do investimento, ou qual o percentual que está se projetando ganhar de acordo com o orçamento de caixa estipulado.

Assaf Neto (2014) corrobora que a Taxa Interna de Retorno toma por base uma taxa de desconto que ao ser aplicada em fluxos de caixa resulta no valor presente da operação, e que pode ser aplicável não apenas para mensurar o retorno de uma aplicação, mas também em captação de recursos, ou seja, para determinar o custo de um empréstimo ou financiamento. Para isso, é necessário conhecer o montante de dispêndio de capital desembolsado, e os fluxos de caixa incrementais gerados pela decisão.

Após concretizado o processo de tomada de decisão de investimento, realizado mediante o estudo da melhor alternativa de acordo com os interesses do investidor, é necessário que se mantenha uma análise constante do projeto

desenvolvido. Esta análise serve como base para que os investidores certifiquem-se de que a maximização das riquezas possa ser alcançada, e é obtida através da análise de desempenho (NASCIMENTO; REGINATO 2013).

## 2.3 ANÁLISE DE DESEMPENHO

Segundo Nascimento e Reginato (2013), através da análise de desempenho organizacional os gestores têm a possibilidade de obter conhecimento acerca de detalhes operacionais que poderiam passar despercebidos sem uma análise minuciosa. A partir dos dados obtidos com a análise de desempenho, os dirigentes podem adotar ações corretivas antes que eventuais desvios comprometam os resultados esperados.

### 2.3.1 Modelo Fleuriet

O modelo Fleuriet, também conhecido como Modelo Dinâmico de análise financeira, é um método de análise, previsão e gestão financeira criado pelo professor francês Michel Fleuriet, juntamente com a Fundação Don Cabral nos anos de 1975 a 1978. Este estudo foi elaborado com o intuito de desenvolver um método gerencial voltado para a sistemática e estrutura empresarial brasileira, auxiliando os empresários na gestão financeira e visando contribuir para a redução do número de empresas em situação de falência (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Segundo Fleuriet e Zeidan (2015), o Modelo Dinâmico possui uma abordagem de análise financeira diferente da convencional e toma por base três variáveis principais na elaboração das análises. A primeira é o Capital de Giro (CDG), de forma que evidencia esta necessidade como uma obrigação de financiamento de longo prazo para a Necessidade de Capital de Giro (NCG), que é a segunda variável. A terceira variável é o saldo em Tesouraria (T), utilizado para mensurar a liquidez da empresa e o gerenciamento dos ciclos financeiros, proporcionando auxílio nas decisões estratégicas voltadas à estrutura de capital.

Nobre *et al* (2017) complementam que a principal diferença deste método de estudo está na reclassificação das contas do balanço patrimonial. No Modelo Fleuriet as contas são classificadas de acordo com o seu ciclo, que podem ser

permanentes ou não cíclicas, ou seja, de lenta movimentação; cíclica, abrangendo as contas relacionadas ao ciclo operacional do negócio ou erráticas, que são as contas que não estão relacionadas diretamente com a operação da empresa. As três principais variáveis analisadas no Modelo Fleuriet podem ser calculadas conforme demonstrado no Quadro 1:

Quadro 1 - Modelo Fleuriet

VARIÁVEL	FÓRMULA	CONCEITUAÇÃO
<b>NCG</b>	$\text{NCG} = \text{ativo cíclico} - \text{passivo cíclico}$	A NCG depende basicamente da natureza e do nível de atividades dos negócios da empresa.
<b>CDG</b>	$\text{CDG} = \text{passivo permanente} - \text{ativo permanente}$	Constitui uma fonte de fundos permanente utilizada para financiar a NCG da empresa.
<b>T</b>	$\text{T} = \text{ativo errático} - \text{passivo errático}$	Representa um valor residual correspondente à diferença entre o CG e a NCG.

Fonte: Adaptado de Fleuriet, Kehdy e Blac (2003).

De acordo com o exposto no Quadro 1, a NCG consiste na diferença entre as contas do passivo cíclico e ativo cíclico. No caso de resultado positivo, indica que há uma demanda de recursos para o giro, já em situações de resultado negativo, indica que existem recursos destináveis a aplicações. O Capital de Giro (CDG) é calculado a partir da diferença entre o passivo permanente e ativo permanente, sendo que quando negativo significa que a empresa financia parte de seu ativo permanente com recursos de curto prazo, acarretando em um risco de insolvência maior (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) reiteram que o Saldo em Tesouraria resulta da diferença entre ativos e passivos erráticos. Em caso de resultado negativo, observa-se que o capital de giro disponível é insuficiente para financiar a



necessidade de capital de giro. Caso o resultado seja positivo, indica que a empresa dispõe de recursos de curto prazo que podem ser aplicados em títulos de liquidez imediata, por exemplo.

### 2.3.2 Retorno sobre o Ativo (ROA)

Segundo Carvalho, (2014) o ROA é um indicador financeiro que evidencia a capacidade dos ativos em gerar resultados. Dessa forma, é possível analisar se a empresa é eficiente ou não em transformar o capital investido em lucros, de modo que, quanto maior o índice for, melhor.

Já para Assaf Neto (2014), o ROA representa o retorno gerado pelas aplicações em ativos realizadas em uma empresa, e que pode ser utilizado em decisões de investimento através da interpretação de ser reconhecido como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia assumir em suas captações de recursos. Caso a taxa de juros praticada em capitais de terceiros de determinada negociação seja superior ao resultado proporcionado pela aplicação desses recursos, a rentabilidade dos sócios será prejudicada. Seu cálculo é realizado conforme demonstrado no Quadro 2:

Quadro 2 - Retorno sobre o ativo

<p><b>Retorno sobre o ativo (ROA):</b></p> $\frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Ativo Total}}$
--

Fonte: Assaf Neto (2014, p.128).

Com relação ao ROA, Camloffski (2014) complementa que para que se tenha uma boa visão de como a empresa está evoluindo ao longo dos anos e perante a sua concorrência, é importante fazer uma comparação dos resultados obtidos com a média de mercado de empresas semelhantes e com o histórico de índices da própria empresa em anos anteriores.

### 2.3.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

Segundo Bodie, Kane e Marcus (2014), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido é um indicador voltado apenas para a lucratividade dos investimentos acionários, ou seja, o lucro líquido proporcionado aos acionistas de acordo com cada unidade monetária que foi investida previamente na empresa. Sua estrutura de cálculo é demonstrada no Quadro 3:

Quadro 3 - Retorno sobre o patrimônio líquido

<p><b>Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE):</b></p> $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$
--

Fonte: Bodie, Kane e Marcus (2014, p.451).

Carvalho (2014) complementa apontando que este indicador é uma medida de avaliação de *performance* direcionada à perspectiva do acionista, pela razão de relacionar os resultados líquidos com os capitais próprios da empresa.

Camloffski (2014) ressalta que quanto maior este índice se apresentar, melhores benefícios poderão refletir para a empresa, visto que quanto melhor a rentabilidade proporcionada ao sócio ou acionista, há o aumento da tendência de que recursos próprios sejam integralizados ao negócio.

Ribeiro (2014) corrobora que uma das formas de aumentar a confiabilidade deste índice pode ser feita através de uma análise comparativa pelos investidores. Essa comparação pode ser feita analisando a lucratividade obtida através do capital investido na empresa com o retorno que seria alcançado na hipótese de investir o mesmo capital no mercado financeiro ou no mercado de capitais.

### 2.3.4 Retorno sobre o Investimento (ROI)

Segundo Perez Junior e Begalli (2015), o Retorno sobre o Investimento tem como intuito medir o retorno de determinado investimento concretizado e

contabilizado nos períodos temporais em que será amortizado, para que então comece a gerar lucros.

Bruni (2013), cita como principais vantagens da utilização do cálculo do ROI como indicador de *performance* empresarial a sua simplicidade e abrangência, pois transmite facilmente o desempenho operacional, possibilitando que a empresa possa estabelecer e transmitir seus objetivos. Sua fórmula de cálculo é exposta no Quadro 4:

Quadro 4 - Retorno sobre o investimento

<p><b>Retorno sobre o investimento (ROI):</b></p> $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Investimentos totais}}$
--

Fonte: Bruni (2013, p. 210).

Por fim, Assaf Neto (2014) complementa esta medida de desempenho é mais utilizada que o ROA em análises de retorno e criação de valor por representar efetivamente o retorno do capital investido, de forma que torna-se possível comparar os ganhos auferidos com os custos de oportunidade das fontes de financiamento.

## 2.4 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

O EVA, Valor Econômico Agregado, é uma ferramenta de gestão utilizada como instrumento de medida de *performance* organizacional. Este método começou a ser implementado no mercado corporativo em 1920 pela *General Motors Corporation*, porém foi pouco utilizado até os anos 80, quando foi reintroduzido no mercado pela empresa de consultoria americana *Stern Stewart & Company*. Atualmente, o EVA é uma marca registrada da Stern Stewart e trata-se de uma referência de sistemas de gestão empresarial, pois apresenta objetivamente o lucro econômico de uma empresa e está relacionado diretamente à criação de riqueza ao acionista, sendo amplamente utilizado pelas empresas no cenário corporativo (OLIVEIRA; PEREZ JUNIOR; SILVA, 2015).

Crepaldi e Crepaldi (2017) explicam que ao mesmo tempo em que duas empresas apresentam lucro líquido contábil, uma pode criar e a outra destruir valor para o seu acionista. É de grande importância para os investidores explicar os fatores econômicos que fazem com que essas variações ocorram, por isso as técnicas de gerenciamento precisam ser complexas e devem ser aperfeiçoadas. Assim sendo, o EVA tem se destacado por apresentar o valor criado para o acionista, ou em outras palavras, qual o resultado proporcionado pela empresa além de seu custo de capital próprio e de terceiros.

#### **2.4.1 Conceito**

O EVA foi planejado com a finalidade de avaliar se a empresa está conseguindo resultar valores suficientes para pagar o custo do capital administrado ano após ano. De forma resumida, o conceito básico consiste em calcular a remuneração mínima exigida e abatê-la do lucro da empresa (CREPALDI E CREPALDI, 2017).

De acordo com Nascimento e Reginato (2013), a maximização das riquezas do acionista está relacionada com a capacidade de seus gestores conseguirem administrar de forma eficaz os recursos disponíveis, principalmente o capital próprio e de terceiros. Dessa forma, o EVA tem ampla aplicabilidade pois possui o intuito de evidenciar o valor que os gestores conseguiram agregar aos sócios, podendo ser um parâmetro de avaliação da forma de gestão da empresa.

Escalera-Chávez, Rojas-Kramer e García-Santillá (2015) ressaltam que a criação de valor é um fator competitivo e componente de sobrevivência para empresas em qualquer etapa de sua operação, seja na sua inicialização, criação ou desenvolvimento completo, visto que as decisões financeiras têm como propósito promover o aumento do valor para os acionistas. Por esses motivos se faz tão importante o acompanhamento contínuo dos resultados proporcionados pela empresa.

#### **2.4.2 Custo de Capital**

As organizações são formadas por capital próprio e de terceiros, ambos com algum custo incidente. Para fins de cálculo do EVA, é necessário que se tenha

conhecimento destes custos. Tratando-se de capital próprio, seu custo consiste na taxa mínima de retorno apresentado pela empresa que é exigida pelos investidores para que seja efetuado investimento patrimonial nela. Este retorno mínimo esperado é formado por dois aspectos básicos: a remuneração pela espera dos benefícios futuros e a remuneração pelo risco (SCHMIDT; SANTOS; MARTINS, 2014).

Perez (2015) conceitua o custo de capital como sendo o valor pago pela empresa ao capital obtido junto às suas fontes de financiamento. Segundo o autor, este é um custo importante no processo de tomada de decisões de investimento, visto que quando é realizado pela empresa uma aplicação de recurso que resulte em um rendimento superior ao seu custo, a empresa está maximizando as riquezas de seu acionista.

Oliveira, Perez Junior e Silva (2015) complementam que não é suficiente que a empresa apresente lucro líquido ou lucro por ação. Para competir pelo sucesso em tempos em que os recursos são escassos nos mercados de capitais, é necessário que a empresa ofereça ao seu acionista uma quantia de retorno que considere também o valor que o investidor poderia ganhar em outros investimentos disponíveis, ou seja, a organização precisa cobrir o custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio antes de começar a criar valor efetivamente.

### **2.4.3 Custo de Oportunidade**

De acordo com Carvalho (2014), o custo de oportunidade relaciona-se diretamente com a afirmação de que os recursos são escassos, logo não é possível que se concretizem todas as oportunidades de negócios. Dessa forma, ao concretizar a decisão de utilizar os recursos para satisfazer uma das alternativas de mercado, abre-se mão de outras disponíveis.

Padoveze (2016), corrobora com a afirmação de que o custo de oportunidade baseia-se no lucro mínimo que os acionistas deveriam receber para justificar o seu investimento e para que seu capital se mantenha intacto. Representa uma rentabilidade mínima de mercado, ao ponto em que o investidor pode desistir do negócio caso ela não seja alcançada.

Já para Assaf Neto (2017), o custo de oportunidade consiste no custo do capital de terceiros, utilizados em financiamentos. Assim sendo, representa o melhor retorno disponível no mercado, em comparação a outros projetos de risco

comparáveis que foram rejeitados, de modo que se faz necessária a possibilidade de comparação com demais alternativas para que se possa compor o custo de oportunidade corretamente.

#### 2.4.4 Custo Médio Ponderado de Capital

Após conhecidos o custo do capital de terceiros e o custo do capital próprio, unificam-se os dois custos em um só. Schmidt, Santos e Martins (2014) explicam que essa união é feita com o intuito de facilitar o cálculo do EVA, e propõem uma estrutura de cálculo em que é possível conhecer a soma dos custos da estrutura de capital próprio e de terceiros de acordo com a proporção em que cada uma delas representa no financiamento total da empresa. A estrutura de cálculo proposta pelos autores é apresentada no Quadro 5:

Quadro 5 - Custo médio ponderado do capital

<b><math>WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)</math></b>
<p>Onde:</p> <p>E= Capital próprio da empresa</p> <p>D= Capital de terceiros da empresa</p> <p>V= Combinação de capital próprio e de terceiros da empresa (E+D)</p> <p>Re= Custo de capital próprio</p> <p>Rd= Custo de capital de terceiros</p> <p>Tc= Alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social</p>

Fonte: Schimidt, Santos e Martins (2014, p.122).

De acordo com Perez (2015), a utilização do custo médio ponderado de capital é adequada pelo motivo de que incorpora os riscos associados ao negócio e reflete os custos de oportunidade dos financiadores do capital operacional da empresa, como por exemplo, acionistas e credores externos.

Assaf Neto (2017) corrobora que na avaliação de desempenho econômico o custo médio ponderado de capital pode ser entendido como uma medida de referência, apontando a eficácia da gestão financeira, uma vez que quando o ROI

apresentado superar o custo médio ponderado de capital, o resultado econômico apurado é positivo, ou seja, a empresa possui um EVA positivo.

Ainda segundo o autor, esta medida é relevante também na análise de avaliação econômica de ativos, sendo utilizada como a taxa de custo de capital em que são descontados os fluxos operacionais futuros disponíveis de caixa esperados. Dessa forma, pode ser apurado o valor da empresa para todos os investidores, como credores de recursos e acionistas.

#### **2.4.5 Vantagens**

Dentre as vantagens do EVA, Nascimento e Reginato (2013) apontam que através do método é possível evidenciar diversas oportunidades de ganhos econômicos, assim como avaliar a gestão de risco, e também é a partir dele que se pode escolher a melhor estrutura de capital disponível, informações que não são facilmente expostas através de outros métodos de avaliação.

Schmidt, Santos e Matins (2014) complementam que o EVA pode ser bastante útil ao avaliar novas aquisições. Ao analisar a compra de uma nova empresa, por exemplo, o gestor pode mensurar o quanto a organização irá contribuir para aumentar o EVA global da companhia e também se o resultado apresentado pelo plano de negócio é consistente com o valor de mercado da empresa.

Crepaldi e Crepaldi (2017) ressaltam que o EVA é um método de avaliação de gestão de fácil aplicação e serve como apoio no processo de tomada de decisão, pois contempla relatórios contábeis já existentes. Através do EVA a empresa passa a visualizar a real necessidade de investimentos a serem analisados, evitando que gastos desnecessários aconteçam e assim, resulta em um aumento do retorno do capital investido. O autor cita ainda que o EVA pode ser utilizado para evidenciar a *performance* geral da empresa, ou direcionada em unidades de negócios, departamentos, projetos, entre outros.

#### **2.4.6 Desvantagens**

Dentre as desvantagens da metodologia EVA citadas por Nascimento e Reginato (2013), pode-se ressaltar que através do EVA os gestores tendem a focar demasiadamente em soluções de curto prazo, ou seja, buscar alternativas que

resolvam problemas e gerem resultados imediatos. Ainda de acordo com os autores, a capacidade de sobrevivência das empresas está na eficácia dos gestores em desempenhar procedimentos que gerem resultados positivos para a organização que irão repercutir no longo prazo.

Outra desvantagem apresentada por Nascimento e Reginato (2013) é que o uso da metodologia EVA pode causar efeitos negativos com os colaboradores da organização e com entidades em que a empresa necessariamente precise manter convívio. Isso pode acontecer pois em situações em que se visa a remuneração com base em resultados e valor incrementado a qualquer custo, poderão ocasionar em negociações com fornecedores e clientes que se apresentem benéficas somente a uma das partes envolvidas, uma vez que se visa reduzir ao máximo custos que em algumas situações não são facilmente dispensáveis.

Já para Carvalho (2014), podem ser citadas como desvantagens desta ferramenta a impossibilidade de comparação perante unidades de investimento diferentes, assim como possui limitação por considerar apenas o lucro de curto prazo, não incluindo nos resultados o tempo e qualidade dos serviços prestados ao cliente. O autor expõe também que apesar de demonstrar se a empresa está criando ou destruindo valor, não faz menção a expectativas futuras.

Schimdt, Santos e Martins (2014) complementam que a metodologia EVA enfatiza demasiadamente a questão do lucro, e em alguns casos faz com que as organizações pensem apenas nos propósitos econômicos e acabem deixando de considerar grandes objetivos das empresas, como por exemplo, servir à sociedade como um gerador de empregos, renda e impostos, inovando em tecnologia e seguindo a ética empresarial.

#### **2.4.7 Cálculo do EVA**

De acordo com Schimdt, Santos e Martins (2014), para elaborar o cálculo e chegar ao resultado do EVA, em que visualiza-se se a empresa através de suas atividades operacionais está agregando ou destruindo riquezas, deve-se seguir algumas etapas:

- a) Ajustar as demonstrações contábeis a fim de que se possa identificar o patrimônio líquido, o passivo operacional (fornecedores, impostos, salários e encargos, entre outros) e o ativo operacional líquido



- (investimentos que geram receita operacional à empresa, como por exemplo, clientes, estoque e imobilizado), facilitando o cálculo do EVA;
- b) Apurar o lucro operacional, sem considerar as despesas financeiras e a partir do valor encontrado deduzir o IRPJ e a CSLL;
  - c) Deduzir as despesas financeiras líquidas de IRPJ;
  - d) Deduzir o custo do capital próprio, ou seja, a remuneração mínima exigida pelo investidor.

Assaf Neto (2017) complementa que o cálculo do EVA exige algumas adaptações das demonstrações contábeis, para que seja possível avaliar separadamente dados que sejam realmente operacionais. Dessa forma, identifica-se o lucro operacional deduzido do imposto de renda, tornando-se possível mensurar os resultados provenientes das decisões dos gestores.

Segundo Carvalho (2014), a facilidade do cálculo do EVA é um fator que faz com que o método seja amplamente utilizado. De acordo com o autor, o EVA resulta da diferença entre o *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*, e o custo do investimento líquido, ou em outras palavras, subtrai-se do lucro operacional líquido o custo médio ponderado do capital investido. O cálculo do NOPAT pode ser realizado a partir das demonstrações contábeis, conforme demonstrado no Quadro 6:

Quadro 6 - Cálculo do NOPAT

(+) Vendas e/ou prestação de serviços
(+) Outros rendimentos operacionais
(-) CPV/CMV
(-) Outros gastos operacionais
(=) Resultado operacional
(-) Imposto sobre o resultado operacional
(=) <b>NOPAT</b>

Fonte: Carvalho (2014, p.48).

Após realizados os ajustes nas demonstrações contábeis, torna-se viável a realização do cálculo do EVA para avaliar a criação ou destruição do valor pela empresa. A estrutura de cálculo do EVA é representada através do Quadro 7:

## Quadro 7 - Cálculo do EVA

Lucro operacional líquido do IR (NOPAT)
(-) Custo total de capital
<b>(=) Valor Econômico Agregado (EVA)</b>
ou
<b>EVA = NOPAT – (WACC X INVESTIMENTO)</b>

Fonte: Assaf Neto (2017, p.117).

Conforme abordado no Quadro 6, o NOPAT representa no cálculo o lucro operacional líquido de imposto de renda, o WACC apresentado no Quadro 7 refere-se ao custo total de capital exigido pelas fontes de financiamento da organização e o investimento é o total de recursos próprios e de terceiros aplicados na atividade da empresa (ASSAF NETO, 2017).

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Com relação aos procedimentos técnicos, será realizada uma pesquisa bibliográfica referente aos temas apresentados, a fim de evidenciar os aspectos pertinentes à contabilidade gerencial, análise de investimentos e desempenho e a metodologia de cálculo do EVA. Após, será realizado um estudo de caso em uma indústria do ramo malheiro situada na Serra Gaúcha, objetivando aplicar de forma prática os conhecimentos teóricos adquiridos a partir da pesquisa bibliográfica, analisando através de suas demonstrações contábeis o retorno e criação de valor apresentados nos últimos anos.

Segundo Pátaro e Oliva (2017), a pesquisa bibliográfica compreende estudos realizados anteriormente, de modo que possibilita ao pesquisador estabelecer contato com diferentes contribuições teóricas já existentes sobre o assunto estudado, auxiliando a guiar seu trabalho.

Gil (2018) corrobora que a pesquisa bibliográfica é elaborada através de material já publicado, e que possui como vantagem proporcionar ao pesquisador um conjunto teórico de fenômenos bastante amplo quando comparado com outros métodos de pesquisa. O autor complementa que nesse modelo de pesquisa é importante que o pesquisador analise de forma acentuada os dados e que seja realizada pesquisa em diversas fontes, a fim de constatar possíveis contradições ou incoerências.

Sobre o estudo de caso, Acevedo e Nohara (2013) colocam que este diferencia-se pela análise acentuada de um objeto, que podem ser indivíduos ou organizações. Este método compreende planejamento, técnicas de coletas de dados utilizadas e abordagens das análises de dados.

Beuren *et al* (2013) afirmam que o método de pesquisa de estudo de caso é realizado de maneira mais intensiva, visto que os esforços do pesquisador concentram-se em um determinado objeto de estudo. Dessa forma, seus resultados não devem ser generalizados a variados objetos ou fenômenos.

Com relação à abordagem do problema, é realizada de forma qualitativa e quantitativa. Brasileiro (2013) argumenta que a abordagem qualitativa envolve a interpretação de fenômenos e seus significados no decorrer na pesquisa, não

atendo-se a técnicas estatísticas. Para isso, são utilizados dados verbais, através de entrevistas e narrativas e dados visuais, adquiridos através de observações.

Beuren *et al* (2013) destacam que a pesquisa qualitativa proporciona uma análise mais profunda acerca do fenômeno estudado. Assim sendo, abrange dados que possivelmente não seriam encontrados através de uma pesquisa quantitativa, visto esta ser mais superficial. Os autores afirmam ainda que esta abordagem pode ser adequada para conhecer a natureza de um fenômeno social.

Para Farias Filho e Arruda Filho (2015), a pesquisa quantitativa visa traduzir através de números informações, para que assim seja possível analisá-las e classificá-las. Assim sendo, são utilizados recursos e técnicas estatísticas, como por exemplo, percentagem, média, mediana, entre outros.

Gil (2018) afirma que através de pesquisas quantitativas os resultados são analisados mediante a adoção de procedimentos estatísticos de acordo com os objetivos da pesquisa. Assim, podem ser identificados resultados significativos, não-significativos ou diferenças entre amostras que compõem a pesquisa em sua totalidade.

O estudo proposto se enquadra como pesquisa quantitativa, visto que serão realizados cálculos dos índices abordados objetivando estabelecer uma comparação do retorno proporcionado aos investidores nos diferentes anos analisados através dos dados coletados nas demonstrações contábeis. Além disso, encaixa-se também como pesquisa qualitativa pela razão de que serão elaboradas posteriormente análises acerca dos resultados e fenômenos encontrados a partir dos cálculos.

Com relação aos objetivos da pesquisa é classificada como exploratória e descritiva. De acordo com Acevedo e Nohara (2013, p. 71), “o objetivo principal da pesquisa exploratória é proporcionar compreensão do fenômeno que está sendo investigado, permitindo que o pesquisador delineie de forma mais precisa o problema”. Os autores explicam que comumente a pesquisa exploratória consiste na primeira etapa de um estudo que abrangerá também outros tipos de pesquisa, uma vez que esta não verifica hipóteses.

Já para Brasileiro (2013), a pesquisa exploratória é realizada em situações em que não há conhecimento acumulado pela comunidade acadêmica, ou ainda quando não existem dados suficientes para o pesquisador. Dessa forma, proporciona ao pesquisador auxílio para construir hipóteses, realizada através de levantamento bibliográfico, sondagem e observação.

Gil (2018) afirma que a pesquisa descritiva possui como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno. Pode ser elaborada também com a intenção de verificar relações entre diferentes variáveis, podendo abranger ainda a natureza destas relações.

Farias Filho e Arruda Filho (2015) ressaltam que na maior parte das pesquisas descritivas são utilizadas técnicas padronizadas de coletas de dados, como por exemplo, questionários, formulários ou observação sistemática. Comumente busca-se responder perguntas como quem, o que, onde, quando, quanto.

De acordo com o exposto, o estudo trata-se de uma pesquisa exploratória pela razão de que será realizado o levantamento dos dados necessários para a elaboração dos cálculos e análises. Será realizada também entrevista com os gestores da empresa para melhor entendimento da atividade operacional da organização ou outros eventos que gerem possíveis questionamentos no estudo de caso.

Por fim, pode ser classificada ainda como pesquisa descritiva, uma vez que serão elaboradas análises comparativas perante as variáveis encontradas com o intuito de verificar as afirmativas propostas através das hipóteses, expondo o retorno de investimento apresentado pela empresa nos anos analisados.

Diante das colocações dos autores, entende-se que as metodologias escolhidas são as mais adequadas para o tipo de estudo proposto.

### 3.2 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

- Coleta das demonstrações contábeis dos anos de 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018 da empresa foco do estudo;

- Cálculo dos índices de análise de investimento, desempenho e metodologia de cálculo do EVA através dos dados das demonstrações contábeis da empresa;

- Comparação do retorno de investimento encontrado com a remuneração oferecida por aplicações financeiras de mercado conservadoras e de risco;

- Análise dos dados levantados de acordo com o embasamento teórico, alinhado ao objetivo do estudo e a questão de pesquisa.

## **4 ESTUDO DE CASO EM UMA INDÚSTRIA DE RAMO MALHEIRO**

### **4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA EMPRESA**

#### **4.1.1 Histórico**

O presente estudo de caso foi desenvolvido em uma indústria do ramo malheiro localizada na Serra Gaúcha, região nacionalmente conhecida pelas inúmeras empresas do ramo estabelecidas nas intermediações. Trata-se de uma empresa familiar, que iniciou suas atividades no ano de 1999.

A ideia de abrir o negócio surgiu em razão da percepção que os sócios tiveram de que havia uma grande demanda no mercado de peças de vestuário de malha na época. Assim sendo, adquiriram uma máquina de costura e a sócia, que possuía experiência com a atividade de corte e costura, aprimorou-se com cursos e iniciou a fabricação das malhas no porão da casa da família.

Nos primeiros anos de fabricação, a escassez de máquinas disponíveis fazia com que houvesse maior demanda de trabalho manual na fabricação das malhas. Por essa razão, nos meses de inverno em que a produção aumentava era necessário que o segundo sócio, que mantinha o emprego anterior até que a empresa se consolidasse no mercado, utilizasse o período de férias para ajudar a esposa com a produção das peças.

Com os passar dos anos a empresa expandiu-se, possibilitando a contratação de funcionários e aquisição de máquinas modernas e tecnológicas, otimizando o processo e fazendo com que o trabalho manual se concentrasse apenas aos acabamentos.

#### **4.1.2 Mercado de atuação**

A organização tem como atividade a produção e comercialização de malhas femininas, masculinas e infantis. Nos últimos 5 anos, a empresa apresentou receita bruta de vendas média anual de R\$ 2.510.042, sendo que a maior parte de suas vendas ocorre para lojistas do estado do Rio Grande do Sul, porém inclui-se também diversos clientes vindos de Santa Catarina, Paraná, São Paulo e Mato Grosso do Sul.

A aquisição da matéria prima, que resume-se principalmente em fios, etiquetas e embalagens, ocorre em sua maior parte no estado de Santa Catarina e São Paulo, além de algumas importações vindas da Itália e Japão.

#### 4.1.3 Estrutura da empresa

Atualmente, a empresa possui prédio próprio contemplando a produção dos produtos e loja física para comercialização das peças. Possui 24 colaboradores e dois sócios, distribuídos da seguinte forma:

- a) 2 colaboradores alocados no centro de custo administrativo;
- b) 2 sócios alocados no centro de custo da direção;
- c) 16 colaboradores alocados no centro de custo da produção;
- d) 1 colaborador alocado no centro de custo de serviços; e
- e) 5 colaboradores alocados no centro de custo comercial.

A empresa dispõe de um total de 34 máquinas em seu processo produtivo, distribuídas nas diversas etapas de fabricação das malhas. A cada ano, as coleções são elaboradas pela sócia juntamente com a *designer* de moda da empresa, que criam as peças acompanhando as tendências de cada temporada em revistas e participando de eventos de moda.

Após a criação das peças e escolha da coleção, as malhas são elaboradas digitalmente por um programador em um computador com programas próprios para *design* e criação de produtos. Após concluída esta etapa, os arquivos são salvos em *pen drives*, que são conectados em máquinas de tear que possuem cerca de 2.000 agulhas cada, importadas do Japão. Os fios são posicionados por funcionários nas máquinas, que tecem de acordo com o modelo projetado no arquivo elaborado pelo programador.

Após a confecção das malhas nas máquinas de tear, as peças são destinadas aos processos seguintes que incluem cortadeiras, remalhadeiras, passadeiras e acabamentos, de acordo com o que demanda cada modelo produzido.

A sócia afirma que atualmente é possível adquirir no mercado máquinas que reduzem a necessidade da mão de obra utilizada no processo produtivo da indústria, porém a maior automatização do processo atual resultaria na queda da qualidade das peças que são comercializadas na empresa, principalmente tratando-se de acabamentos e resistência das roupas. Por esta razão, a empresa opta por manter o

atual processo produtivo com algumas etapas manuais, a fim de garantir que os produtos comercializados tenham a qualidade como um de seus diferenciais.

## 4.2 CÁLCULOS E ANÁLISES DOS INDICADORES

Para a realização dos cálculos e análises foram utilizadas planilhas eletrônicas através do programa Microsoft Office Excel e tabelas comparativas, elaboradas através das demonstrações contábeis de 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018, fornecidas pela empresa objeto do estudo de caso. Em razão da utilização do programa Microsoft Office Excel que utiliza todas as casas decimais, podem haver algumas diferenças de arredondamentos nos resultados, uma vez que para a elaboração das tabelas comparativas foram utilizadas duas casas decimais.

### 4.2.1 Cálculos e análises dos índices de desempenho

Para a realização dos cálculos dos indicadores de desempenho abordados no referencial teórico e metodologia EVA, inicialmente foi definido junto ao sócio a taxa mínima de atratividade, visto que seu valor é utilizado para compor o resultado de outras variáveis, como por exemplo, o custo médio ponderado de capital calculado para a evidenciação do EVA.

Após definida a taxa mínima de atratividade, foram realizados os cálculos e análises das variáveis de desempenho financeiro abordadas através do Modelo Fleuriet, sendo estas a necessidade de capital de giro, capital de giro e saldo de tesouraria. Foram elaborados ainda os cálculos e análises de indicadores de desempenho econômico, sendo contemplados neste grupo o retorno sobre o ativo, giro do ativo, retorno sobre o investimento e retorno sobre o patrimônio líquido.

#### 4.2.1.1 Taxa mínima de Atratividade

A taxa mínima de atratividade foi definida juntamente com o sócio da empresa, através do questionamento de uma estimativa de percentual que representasse adequadamente o quanto se espera ter de retorno da empresa perante o seu investimento.



Assim sendo, a taxa mínima de atratividade anual foi definida em 10%, o que equivale a um percentual superior ao que seria proporcionado por aplicações de baixo risco disponíveis para contratação em instituições financeiras. Podem ser citados como exemplos comparativos os investimentos realizados em Letra de Crédito Imobiliário (LCI) ou Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), isentas de Imposto de Renda e Imposto sobre Operações Financeiras, que proporcionam remuneração com base na Taxa de Certificado de Depósito Interbancário (CDI). A rentabilidade destas aplicações é acordada no momento da contratação, que varia dependendo do prazo do investimento e remunera em torno de 95% do CDI, que atualmente está cotado em 6,5% ao ano.

Entende-se que esta perspectiva de retorno superior ao rendimento básico proporcionado pelas instituições financeiras através de aplicações como LCI ou LCA é adequada, pois tem como propósito compensar os riscos que envolvem a aplicação de recursos no mercado de negócios, onde não há garantias sobre o retorno que será concretizado com as atividades desenvolvidas.

#### 4.2.1.2 Modelo Fleuriet

A situação financeira da empresa foi analisada através das variáveis abordadas no Modelo Fleuriet. Através do cálculo da Necessidade de Capital de Giro evidenciado na Tabela 1, observa-se um aumento deste índice em todos os anos.

Tabela 1 - Necessidade de Capital de Giro

	<b>NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (Em Reais)</b>				
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ativo cíclico	1.086.440	1.670.649	1.961.830	2.390.371	2.673.964
(-) Passivo cíclico	392.712	235.758	119.350	216.286	79.465
<b>(=) Necessidade de Capital de Giro</b>	<b>693.728</b>	<b>1.434.890</b>	<b>1.842.479</b>	<b>2.174.085</b>	<b>2.594.499</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Este aumento é resultado de uma constante elevação do ativo cíclico, que é composto pelos ativos operacionais da empresa. Desta forma, para a composição

deste valor foram somados os saldos das seguintes contas: duplicatas a receber, adiantamentos a fornecedores e empregados, estoques e despesas antecipadas.

Já o montante do passivo cíclico foi composto por contas operacionais passivas de curto prazo, contemplando os saldos das contas de fornecedores, obrigações trabalhistas e encargos sociais, impostos a pagar, provisões trabalhistas e outras contas a pagar, como água, energia elétrica, aluguel e telefone.

A expansão no ativo cíclico pode ser explicada em razão do aumento dos estoques e da conta duplicatas a receber, devido ao maior volume de vendas e do maior prazo de recebimento de clientes nos últimos anos.

Outros fatores que contribuíram para o aumento da necessidade de capital de giro é a diminuição do passivo cíclico, quando analisado 2014 em comparação aos anos seguintes. Pode ser citado também o prazo médio de pagamento de compras, que foi inferior ao prazo médio de recebimento de vendas nos anos 2016, 2017, e 2018, conforme demonstrado na Tabela 2:

Tabela 2 - Prazos médios de recebimentos e pagamentos

	2014	2015	2016	2017	2018
Prazo médio de recebimento de vendas (em dias)	24	65	64	70	140
Prazo médio de pagamento de compras (em dias)	140	74	29	61	19

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação ao capital de giro da empresa apresentado na Tabela 3, pode-se notar que o resultado é positivo em todos os anos analisados, o que indica no aspecto econômico-financeiro que a empresa possui uma fonte de recursos permanente com o propósito de financiar sua necessidade de capital de giro.

Tabela 3 - Capital de Giro

	CAPITAL DE GIRO (Em Reais)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Passivo permanente	3.174.000	3.192.900	4.059.774	5.039.010	5.216.801
(-) Ativo permanente	2.549.494	2.570.864	2.419.796	2.358.280	2.279.011
<b>(=) Capital De Giro</b>	<b>624.507</b>	<b>622.037</b>	<b>1.639.979</b>	<b>2.680.730</b>	<b>2.937.790</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se também que esta variável não retrata grandes variações em 2014 e 2015, pois o passivo permanente, composto pelo saldo das contas de empréstimos de longo prazo somadas ao patrimônio líquido, assim como o ativo permanente que constitui-se dos investimentos, bens imobilizados e intangíveis apresentam estabilidade.

Em 2016, o aumento do capital de giro é ocasionado pela elevação do passivo permanente, que justifica-se pelo aumento de 31,95% nas reservas de lucros em comparação ao ano de 2015. Como pode ser observado através da Tabela 4, no ano de 2017 esta situação se repete, pois novamente o aumento do capital de giro ocorre em razão do aumento de 27,5% das reservas de lucros em comparação ao ano anterior.

Tabela 4 - Evolução do saldo de reservas de lucros

<b>EVOLUÇÃO SALDO DE RESERVAS DE LUCROS (Em Reais)</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Saldo de reservas de lucros	3.124.000	2.926.672	3.861.837	4.923.802	5.165.691

Fonte: Dados da pesquisa.

No ano de 2018 é fortalecida a percepção de que a empresa apresenta um perfil conservador, pois mantém a política de incorporação de parte do lucro do período em reservas. Essa decisão dos gestores acarreta no aumento dos fundos de capital de giro disponíveis a cada ano.

A última variável calculada através do Modelo Fleuriet é o saldo de tesouraria, que objetiva identificar se os recursos de capital de giro disponíveis são suficientes para suprir a necessidade de capital de giro da empresa. Este resultado é evidenciado através da diminuição do saldo do passivo errático do montante do ativo errático.

Para a formação do ativo errático somou-se o saldo das contas caixa e equivalentes de caixa de cada ano ao saldo de impostos a compensar. Já o passivo errático contempla o total de empréstimos de curto prazo obtidos junto às instituições financeiras, utilizados para suprir o capital de giro necessário.

Conforme apresentado na Tabela 5, nos anos de 2014 a 2016 o saldo de tesouraria encontrado é negativo, o que indica que a empresa não possuía capital de giro suficiente de acordo com a sua necessidade operacional:

Tabela 5 - Saldo de Tesouraria

	<b>SALDO DE TESOURARIA (Em Reais)</b>				
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Ativo errático	189.902	372.010	363.873	637.913	569.020
(-) Passivo errático	259.124	1.184.864	566.374	131.268	225.728
<b>(=) Saldo de Tesouraria</b>	<b>- 69.221</b>	<b>- 812.854</b>	<b>- 202.501</b>	<b>506.644</b>	<b>343.292</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Essa afirmação é reforçada uma vez que a empresa necessitou obter capital de terceiros, como pode-se verificar através da conta de empréstimos obtidos junto a instituições financeiras demonstrada na Tabela 6, que aumentou de R\$ 259.124 em 2014 para R\$ 1.401.092 milhões em 2015, ano em que há a maior falta de capital de giro conforme cálculo do saldo de tesouraria.

Além disso, é válido citar que em 2016 apesar de o saldo de tesouraria permanecer negativo, a empresa começou a se recuperar, pois diminuiu em 75,09% a falta de capital de giro e conseguiu quitar 49% de seus empréstimos, devido ao aumento considerável das vendas, a geração de lucro e a melhora da situação financeira.

Tabela 6 - Evolução do saldo de empréstimos

	<b>EVOLUÇÃO SALDO DE EMPRÉSTIMOS (Em Reais)</b>				
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Saldo total de empréstimos	259.124	1.401.092	714.310	196.475	226.839

Fonte: Dados da pesquisa.

Em 2017 a empresa apresentou saldo de tesouraria positivo e liquidou 72,5% dos empréstimos que mantinha em 2016, reduzindo o saldo de R\$ 714.310 para R\$ 196.475. No ano de 2018 houve novamente parte da quitação de empréstimos de anos anteriores que foram utilizados para aquisição de imobilizados, assim como a realocação do saldo residual para o passivo circulante.

Além disso, em 2018 foi realizada a contratação de um novo empréstimo utilizado para a implantação de placas solares para geração de energia renovável. Logo, não caracteriza-se como empréstimo com a finalidade de proporcionar capital de giro, mas sim um investimento do qual espera-se que gere benefícios

econômicos para a empresa a partir de 2019, visto que os gastos com energia elétrica em 2018 totalizaram R\$ 47.044.

Estes dados indicam que em 2017 e 2018, o capital de giro que a empresa mantinha apresentava-se suficiente para a sua necessidade, e o saldo de tesouraria positivo nos dois anos indica que há capital excedente a ser destinado, por exemplo, em aplicações de liquidez imediata.

#### 4.2.1.3 Retorno sobre o ativo

O retorno sobre o ativo foi calculado a partir do lucro operacional da empresa dividido pelo ativo total do período. Conforme os resultados encontrados na Tabela 7, pode-se observar que este indicador, que possibilita analisar a capacidade da empresa em gerar lucros a partir de seu ativo, apresentou-se negativo em 2014 e 2015, com resultados de -0,03% e -3,12% respectivamente.

Desta forma, os ativos não foram eficientes na geração de lucro, visto que a empresa apresentou prejuízo operacional nestes anos. A partir de 2016 observa-se uma melhora neste índice, representado através de um percentual de 24,89%, que se mantém semelhante em 2017, onde atingiu o percentual de 23,71% de rentabilidade dos investimentos em ativos.

Tabela 7 - Cálculo do retorno sobre o ativo

<b>RETORNO SOBRE O ATIVO = LUCRO OPERACIONAL / ATIVO TOTAL</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Lucro Operacional	- 984	- 143.805	1.181.079	1.276.969	359.842
Ativo Total	3.825.837	4.613.523	4.745.499	5.386.564	5.521.998
<b>Retorno sobre o ativo</b>	<b>-0,03%</b>	<b>-3,12%</b>	<b>24,89%</b>	<b>23,71%</b>	<b>6,52%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Em 2018 as demonstrações retratam queda no ROA em comparação ao ano de 2017, ocasionada pela redução do volume de vendas no ano, que resultou em menor lucro operacional. Dessa forma, um menor volume de vendas alcançado com uma estrutura operacional muito semelhante ao ano anterior reflete na menor eficiência dos ativos na geração de resultados.

Uma vez que o retorno sobre o ativo não considera em seu cálculo os resultados financeiros e não operacionais, mas sim a geração de resultados próprios da atividade operacional da empresa, torna-se relevante avaliar conjuntamente o giro do ativo. Para isso, dividiu-se o valor das vendas líquidas extraídas da DRE pelo valor total do ativo, conforme visualiza-se na Tabela 8:

Tabela 8 - Giro do Ativo

	<b>GIRO DO ATIVO = VENDAS LÍQUIDAS / ATIVO TOTAL</b>				
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Vendas Líquidas	671.139	1.516.009	3.071.340	3.203.225	2.425.007
Ativo Total	3.825.837	4.613.523	4.745.499	5.386.564	5.521.998
<b>(=) Giro do ativo</b>	<b>0,18</b>	<b>0,33</b>	<b>0,65</b>	<b>0,59</b>	<b>0,44</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que em 2014 o giro do ativo apresenta o menor resultado do período analisado, refletindo em uma ociosidade de 82%. Este relevante índice de ociosidade ocorreu em razão do alto investimento em estrutura operacional, principalmente em máquinas e móveis, que a empresa adquiriu durante o ano, mas que não conseguiram gerar retornos no mesmo exercício, vindo a refletir em resultados positivos apenas nos anos seguintes.

Ademais, pode-se observar que o giro do ativo apresenta resultado inferior a 1,00 em todos os anos analisados, o que indica que há ociosidade da capacidade produtiva na empresa. É possível que a baixa eficiência dos ativos tenha como algumas de suas razões a sazonalidade da atividade e a hipótese de que no momento de investimentos em imobilizados e outras estruturas operacionais havia uma perspectiva de demanda de mercado maior do que realmente aconteceu, visto que nos últimos anos diversos segmentos apresentaram dificuldades na geração de lucros em razão da crise econômica do país.

#### 4.2.1.4 Retorno sobre o patrimônio líquido

Através do índice de retorno sobre o patrimônio líquido, é possível analisar de que forma a empresa está remunerando seu investidor, representado a partir do resultado da divisão do lucro líquido do ano sobre o total do patrimônio líquido. A

partir da Tabela 9, visualiza-se que em 2014 a taxa de retorno foi praticamente nula, logo não foram adicionados resultados ao patrimônio líquido. Em 2015, o prejuízo apurado fez com que o cálculo do retorno resultasse em um percentual negativo, e também houve uma diminuição do patrimônio líquido em razão da compensação do prejuízo do exercício com reservas de lucros.

Tabela 9 - Cálculo do retorno sobre o patrimônio líquido

<b>RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO = LUCRO LÍQUIDO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Lucro líquido	15.313	- 196.933	932.991	1.171.951	260.584
Patrimônio líquido	3.174.000	2.976.672	3.911.837	4.973.802	5.215.691
<b>Retorno sobre o patrimônio líquido</b>	<b>0,48%</b>	<b>-6,62%</b>	<b>23,85%</b>	<b>23,56%</b>	<b>5,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Em 2016 e 2017, a melhora dos resultados da empresa fez com que fosse possível remunerar melhor o investimento próprio, fazendo com que 23,85% e 23,56% respectivamente da geração de lucros de cada ano fossem adicionados ao patrimônio líquido. Por fim, em 2018 observa-se uma queda do retorno quando comparado com os dois anos anteriores em razão da diminuição do lucro, uma vez que houve redução considerável nas vendas do ano, porém a empresa não conseguiu diminuir seus custos indiretos e as despesas comerciais e administrativas.

Além dos valores adicionados ao patrimônio líquido, é importante ressaltar que em 3 dos 5 anos analisados houve distribuição de lucros aos sócios, sendo R\$ 50.000 em 2014, R\$ 110.000 em 2017 e R\$ 539.000 em 2018, que indicam valores que conjuntamente às reservas de lucros remuneraram o capital investido.

#### 4.2.1.5 Retorno sobre o investimento

Para calcular o retorno sobre o investimento, foi necessário dividir o lucro líquido extraído do DRE pelo total de investimentos, ou seja, valor total do ativo. Conforme demonstrado na Tabela 10, em 2014 houve retorno de investimento praticamente nulo devido ao baixo lucro obtido no exercício. No ano de 2015, o valor investido em ativos foi superior ao aumento do lucro em comparação ao ano

anterior, o que fez com que o percentual negativo encontrado demonstre que no ano não houve retornos de investimento.

Em 2016 e 2017 pode-se observar que os investimentos começaram a proporcionar retorno, representados por percentuais de 19,66% e 21,76% respectivamente.

Tabela 10 - Cálculo do retorno sobre o investimento

<b>RETORNO SOBRE O INVESTIMENTO = LUCRO LÍQUIDO / INVESTIMENTO TOTAL</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Lucro líquido	15.313	- 196.933	932.991	1.171.951	260.584
Investimento total	3.825.837	4.613.523	4.745.499	5.386.564	5.521.998
<b>Retorno sobre o investimento</b>	<b>0,40%</b>	<b>- 4,27%</b>	<b>19,66%</b>	<b>21,76%</b>	<b>4,72%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação ao último ano analisado, nota-se que houve queda no retorno que a empresa vinha atingindo em razão da diminuição do lucro líquido, que ocorreu devido à queda da receita e aumento das despesas operacionais. Caso a empresa apresente uma linear de lucro semelhante a 2018 nos próximos anos, estima-se que o retorno do investimento apresentará um *payback* de 21 anos.

## 4.2.2 Cálculo e análise do Valor Econômico Agregado

### 4.2.2.1 Cálculo do Ativo Operacional

Para a realização do cálculo do EVA é necessário que se conheça inicialmente o ativo operacional da empresa, para que possa ser analisado de que forma as decisões próprias da atividade operacional do negócio estão gerando benefícios econômicos. O cálculo do ativo operacional é realizado através de ajustes no balanço patrimonial, desta forma, descontou-se do ativo total as contas patrimoniais do ativo não relacionadas à atividade da empresa, como aplicações financeiras e investimentos, e as contas patrimoniais passivas diretamente relacionadas com a atividade operacional, como por exemplo, fornecedores, obrigações trabalhistas e tributárias, de acordo com o exposto na Tabela 11:



Tabela 11 - Ativo Operacional Ajustado

	<b>ATIVO OPERACIONAL AJUSTADO (Em Reais)</b>				
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Total do Ativo	3.825.837	4.613.523	4.745.500	5.386.565	5.521.999
(-) Aplicações financeiras	53.418	321.955	174.804	16.768	101.791
(-) Investimentos	768	2.377	3.684	5.879	7.095
(-) Fornecedores	351.644	191.974	61.126	158.683	32.681
(-) Obrigações trabalhistas	9.569	8.232	4.454	12.069	9.400
(-) Obrigações tributárias	9.372	7.169	19.118	333	852
(-) Contas a pagar	7.514	3.971	5.024	4.857	7.551
(-) Provisões trabalhistas	14.614	24.413	29.630	40.344	28.984
<b>(=) Ativo operacional ajustado</b>	<b>3.378.939</b>	<b>4.053.433</b>	<b>4.447.661</b>	<b>5.147.631</b>	<b>5.333.644</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

As aplicações financeiras foram deduzidas do ativo total uma vez que são compostas por Certificados de Depósito Bancário (CDB) nas instituições financeiras onde a empresa mantém suas movimentações bancárias, logo, não caracterizam-se como parte da atividade operacional. Foram deduzidos também os investimentos, que constituem-se de participações em cooperativas de crédito através de cotas de capital.

Dentre as deduções das contas passivas do ativo operacional inclui-se o item contas a pagar, o qual refere-se a aluguel, energia elétrica, água, telefone e seguros a pagar, despesas consideradas importantes para a operação da empresa, de modo que são consideradas contas operacionais e por este motivo foram descontadas para fins de cálculo do ativo operacional.

Observa-se que em 2014 a conta patrimonial que mais resultou na redução do ativo operacional foi fornecedores a pagar, de forma que pode ser entendido que a empresa teve no ano parte de suas operações financiadas pelos seus fornecedores. Já no ano de 2015 o aumento de 19,96% do ativo operacional em comparação ao ano anterior ocorreu em razão do aumento do ativo total da empresa, que apresentou valores superiores ao aumento das aplicações financeiras, mesmo com a elevação de 502,71% em comparação ao ano de 2014 nos Certificados de Depósitos Bancários.

No ano de 2016 o aumento de 9,73% no ativo operacional em comparação a 2015 justifica-se em razão do aumento do ativo total e também pela diminuição das contas aplicações financeiras e fornecedores, que representam os maiores valores dentre as deduções do ativo operacional.

Por fim, nos dois últimos anos analisados nota-se que o ativo operacional continua apresentando constante aumento quando comparado ao ano imediatamente anterior, tendo sua elevação representada por percentuais de 15,74% e 3,61%, respectivamente. Em 2017 o aumento das vendas fez com que houvesse um aumento das contas patrimoniais caixa e equivalentes de caixa e duplicatas a receber, razão pela qual pode ser explicado o aumento de 13,51% do ativo total.

Já no ano de 2018 a queda das vendas fez com que houvesse pouca variação do ativo total, e dentre as deduções são consideradas as variações mais relevantes em questão de valores a diminuição de 79,41% da conta fornecedores e aumento de 507,06% das aplicações financeiras, uma vez que a diminuição do saldo de empréstimos a pagar nos últimos três anos possibilitou que a empresa possuísse mais recursos disponíveis para serem destinados a aplicações financeiras de liquidez imediata.

#### 4.2.2.2 Cálculo do NOPAT

Após o cálculo do ativo operacional, a próxima etapa para a realização do cálculo do EVA é encontrar o valor do NOPAT, ou seja, o lucro operacional líquido dos impostos. Assim como o cálculo do ativo operacional, a apuração do NOPAT requer alguns ajustes nas demonstrações contábeis.

A empresa objeto deste estudo de caso está enquadrada na tributação pelo Simples Nacional, de forma que o valor do imposto é apurado aplicando-se um percentual ao faturamento total auferido em cada mês. Por esta razão, de forma a viabilizar a realização do cálculo do NOPAT, segregou-se no DRE o valor referente ao Imposto de Renda e Contribuição Social dos demais impostos abrangidos pelo Simples Nacional, de todas as competências dos cinco anos analisados.

Para calcular a alíquota do Imposto de Renda e Contribuição Social utilizada no cálculo do NOPAT, dividiu-se o valor total destes dois impostos de cada ano pelo Resultado antes do IR/CS extraído do DRE, conforme exposto na Tabela 12:

Tabela 12 - Cálculo da Alíquota de IR/CS

	ALÍQUOTA DE IR/CS				
	2014	2015	2016	2017	2018
Valor IR/CS	5.308	12.533	31.446	40.760	36.816
Resultado antes IR/CS	20.622	- 184.400	964.437	1.212.711	817.591
<b>Alíquota IR/CS</b>	<b>25,74%</b>	<b>- 6,80%</b>	<b>3,26%</b>	<b>3,36%</b>	<b>4,50%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a realização do cálculo do percentual no primeiro ano analisado foi necessário um ajuste no resultado antes de IR/CS contido na demonstração do resultado do exercício, onde procedeu-se com a dedução de R\$ 3.371.529 reais referentes ao recebimento de indenizações de seguros devido a um sinistro ocorrido no final de 2013, por tratar-se de um valor não relacionado à atividade operacional desenvolvida pela empresa. Apesar de os relatórios contábeis não apresentarem lucro operacional em 2014, mas sim prejuízo de R\$ 984 reais, o resultado financeiro líquido de R\$ 21.605 atingido através de rendimentos de aplicações financeiras e descontos obtidos fez com que o valor do resultado antes do IR/CS encontrado fosse positivo, e através da divisão juntamente com o valor de IR/CS apropriado sobre o faturamento do ano resultou no percentual de 25,74%.

Nota-se quem em 2015 a empresa conseguiu aumentar seu faturamento, que foi responsável pela elevação dos impostos a pagar, porém não foi suficiente para gerar lucro operacional no ano, mas sim, acarretou em prejuízo operacional, que fez com que a alíquota fosse representada por um percentual negativo.

Já em 2016 e 2017 os percentuais encontrados representados por 3,26% e 3,36% respectivamente mantém semelhança, acompanhando as vendas de cada exercício e apresentando resultados positivos com relação ao resultado antes de IR/CS. Por fim, em 2018 o resultado mantém-se positivo porém nota-se uma pequena elevação da alíquota de IR/CS, que pode ter como uma de suas razões a nova modalidade de cálculo do imposto Simples Nacional implementada em 2018, em que aplicam-se alíquotas progressivas tendo como base o faturamento dos últimos 12 meses da empresa, e não mais aplicando-se percentuais de acordo com faixas de faturamento prefixadas.

Outra situação que pode ser observada em razão de ser uma empresa tributada através do Simples Nacional é a apropriação da despesa de Imposto de

Renda e Contribuição Social mesmo nos anos em que há apuração de prejuízo contábil. Esta situação ocorre uma vez que estes dois impostos estão contemplados na guia única de arrecadação do Simples Nacional que incide sobre o faturamento auferido, diferentemente do que ocorre em empresas tributadas pela modalidade do Lucro Real, onde aplica-se os percentuais de IR/CS apenas quando há apuração de lucro contábil.

Após isso, aplicou-se a alíquota de IR/CS encontrada sobre o lucro operacional do DRE, resultando no valor de IR/CS sobre o resultado operacional da empresa, que deduzindo-se do lucro operacional determinou o lucro operacional líquido de impostos, ou NOPAT, demonstrado a partir da Tabela 13:

Tabela 13 - Cálculo do NOPAT

<b>LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO DE IR/CS (Em reais)</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Lucro operacional	- 984	- 143.805	1.181.079	1.276.970	359.842
Alíquota IR/CS	25,74%	- 6,80%	3,26%	3,36%	4,50%
Valor IR/CS	- 253	- 9.774	38.510	42.919	16.204
<b>Lucro operacional líquido (NOPAT)</b>	<b>- 1.237</b>	<b>- 153.579</b>	<b>1.142.570</b>	<b>1.234.050</b>	<b>343.638</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Nos dois primeiros anos analisados o resultado encontrado foi negativo, o que demonstra que as receitas auferidas com a venda dos produtos não foram suficientes para suprir as despesas operacionais, resultando em prejuízo operacional de R\$ 1.237 e R\$ 153.579, respectivamente. Em 2016, assim como nos dois anos seguintes, a empresa conseguiu atingir lucro operacional líquido, o que indica que as receitas supriram as despesas da operação, não necessitando de receitas financeiras provindas de aplicações ou de receitas não operacionais para atingir resultados satisfatórios.

#### 4.2.2.3 Cálculo do custo médio ponderado de capital

A fim de efetuar o cálculo do custo médio ponderado de capital para que fosse viável a realização do cálculo do EVA, fez-se necessário conhecer primeiramente o custo de capital próprio e de terceiros, assim como os custos de

cada uma das fontes de recursos, para após unifica-los em um mesmo percentual que representa o custo de oportunidade o qual espera-se que seja superado para que considere-se o negócio rentável ao investidor, conforme pode ser observado através da Tabela 14:

Tabela 14 - Cálculo do custo médio ponderado de capital

<b>CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (Em Reais)</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO:</b>					
(=) Patrimônio Líquido	3.174.000	2.976.672	3.911.838	4.973.802	5.215.691
Custo de Oportunidade	10%	10%	10%	10%	10%
<b>(=) Custo do Capital Próprio</b>	<b>317.400</b>	<b>297.667</b>	<b>391.184</b>	<b>497.380</b>	<b>521.569</b>
<b>CAPITAL DE TERCEIROS:</b>					
(+) Empréstimos e financiamentos C/P	261.869	1.212.622	592.725	156.786	245.885
(+) Empréstimos e financiamentos L/P	-	282.793	147.936	85.627	1.110
(-) Aplicações financeiras	53.418	321.955	174.804	16.768	101.791
<b>(=) Capital de terceiros líquido</b>	<b>208.451</b>	<b>890.667</b>	<b>417.921</b>	<b>140.018</b>	<b>144.094</b>
(+) Juros s/ empréstimos e financiamentos	12.987	71.346	74.362	70.460	40.855
(-) Receitas de aplicações financeiras	38.570	4.067	16.648	9.436	3.851
(=) Despesa Financeira antes do IR e CS	-25.583	67.279	57.714	61.023	37.004
(-) Alíquota IR/CS	25,74%	-6,80%	3,26%	3,36%	4,50%
(-) Valor IR/CS	-6.586	-4.573	1.882	2.051	1.666
<b>(=) Custo do Capital de Terceiros Líquido</b>	<b>-18.998</b>	<b>71.852</b>	<b>55.832</b>	<b>58.972</b>	<b>35.338</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO + CAPITAL DE TERCEIROS:</b>					
Capital de Terceiros	208.451	890.667	417.921	140.018	144.094
Capital próprio	3.174.000	2.976.672	3.911.838	4.973.803	5.215.691
<b>Total de capital</b>	<b>3.382.451</b>	<b>3.867.339</b>	<b>4.329.759</b>	<b>5.113.820</b>	<b>5.359.785</b>
<b>Custo capital terceiros + capital próprio</b>					
Custo capital de terceiros	-18.998	71.852	55.832	58.972	35.338
Custo do capital próprio	317.400	297.667	391.184	497.380	521.569
<b>Custo total</b>	<b>298.402</b>	<b>369.520</b>	<b>447.016</b>	<b>556.353</b>	<b>556.907</b>
<b>CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL</b>	<b>8,82%</b>	<b>9,55%</b>	<b>10,32%</b>	<b>10,88%</b>	<b>10,39%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerou-se como capital próprio o valor do patrimônio líquido da empresa, formado pela soma do capital social e das reservas de lucros. Para

compor o custo de oportunidade sobre o capital próprio utilizou-se o percentual de 10%, taxa mínima de atratividade considerada adequada pelo sócio para remunerar o tempo que seu investimento ficou retido e os riscos existente no empreendimento.

Já em relação ao capital de terceiros, para a composição do valor total foram somados os valores de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo utilizados para auxiliar o financiamento das atividades do negócio, diminuídos das aplicações financeiras. Da mesma forma, foi considerado como custo do capital de terceiros o total de despesas financeiras provenientes de juros sobre empréstimos apropriadas a cada ano deduzidas do rendimento líquido de Imposto de Renda proporcionado através das aplicações financeiras. Além disso, para determinar o custo do capital de terceiros foi deduzido das despesas financeiras o valor proporcional de IR/CS, conforme alíquota calculada anteriormente, demonstrada na Tabela 12.

Após segregados os valores de capital próprio e de terceiros, assim como o custo de cada fonte de capital utilizado, somou-se os valores a fim de determinar o valor total de capital e o custo total de capital. Por fim, dividiu-se o valor total do custo de capital de cada período pelo valor total do capital, unificando-se os custos de oportunidade e resultando no custo médio ponderado de capital.

O ano que 2014 foi o que apresentou o menor custo médio ponderado de capital, representado pelo percentual de 8,82%. Nos 3 anos seguintes, observa-se que o percentual aumenta gradativamente, visto que há diminuição no valor dos capitais de terceiros líquido porém o custo do capital de terceiros não acompanha esta queda de maneira proporcional, fazendo com que aumente o custo de oportunidade e atinja o maior valor em 2017, onde o percentual calculado resultou em 10,88%.

Em 2018 o custo médio ponderado de capital reduziu de 10,88% para 10,39%, pois há pouca variação no valor de capitais de terceiros utilizados porém há uma maior redução no valor de juros sobre os empréstimos. Esta diminuição no valor dos juros pode ter como razão uma melhor pesquisa e negociação da empresa com as instituições financeiras em que obtém capital, visto que houve melhora do capital de giro disponível na empresa nos últimos anos. Dessa forma, a empresa não necessitou buscar recursos para financiar a atividade, mas sim, para investir em projetos que lhe gerem benefícios econômicos futuros.

Ademais, observa-se que em todos os anos analisados o valor do capital próprio é relevantemente superior ao capital de terceiros, o que demonstra que a empresa assume um perfil mais conservador. Além disso, a política da empresa de incorporar lucros em suas reservas nos anos em que atinge lucro líquido também contribui para o aumento do capital próprio da empresa.

#### 4.2.2.4 Cálculo do EVA

Após determinado o valor do ativo operacional, assim como o lucro operacional líquido de impostos (NOPAT) e o custo médio ponderado de capital torna-se viável a realização do cálculo do Valor Econômico Adicionado, que pode ser observado através da Tabela 15. De acordo com os cálculos demonstrados na Tabela 14, o custo médio ponderado de capital utilizado como custo de oportunidade para o cálculo do EVA resultou em 8,82% em 2014, sendo este o menor percentual dos cinco anos, seguido por 9,55% em 2015, 10,32% em 2016, atingindo o maior valor em 2017, quando é representado por 10,88% e por fim, 10,39% em 2018.

Tabela 15 - Cálculo do EVA

<b>VALOR ECONÔMICO ADICIONADO (Em Reais)</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Lucro operacional líquido de IR/CS (NOPAT)	- 1.237	- 153.579	1.142.570	1.234.050	343.638
Ativo operacional ajustado	3.378.939	4.053.433	4.447.661	5.147.631	5.333.649
Custo de oportunidade	298.022	387.102	458.998	560.062	554.166
EVA/destruição de valor	- 299.259	- 540.682	683.571	673.987	- 210.527
<b>EVA/destruição de valor</b>	<b>-8,86%</b>	<b>-13,34%</b>	<b>15,37%</b>	<b>13,09%</b>	<b>-3,95%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme evidenciado na Tabela 15, para determinar o valor do EVA aplicou-se o percentual do custo médio ponderado de capital encontrado na Tabela 14 ao valor do ativo operacional ajustado, determinando assim o custo de oportunidade, ou seja, valor mínimo desejado a ser atingido para que então a empresa comece a gerar valor adicionado ao seu investidor. Feito isso, deduziu-se o valor do custo de oportunidade do NOPAT, resultando na criação ou destruição de valor do investimento em cada ano.

Após determinado o valor de criação ou destruição de valor estimou-se este resultado de forma percentual, evidenciado através da divisão do valor encontrado pelo montante do ativo operacional, expondo o quanto a empresa de fato remunerou percentualmente seu investidor nos períodos analisados.

Através da metodologia de análise de *performance* operacional EVA, para que a empresa proporcione criação de valor não é suficiente que apresente apenas lucro operacional, mas sim, que seus resultados superem o custo de oportunidade do negócio, para que então comece a criar valor ao seu investidor. Assim sendo, entende-se que em 2014 e 2015 não houve criação de valor do investimento, mas sim, destruição de -8,86% e -13,34% respectivamente, visto que as despesas operacionais foram superiores às receitas de vendas, fazendo com que a empresa não atingisse lucro operacional líquido, tampouco superasse o custo de oportunidade.

Em 2016, a empresa atingiu R\$ 683.571 de lucro operacional líquido superior ao seu custo de oportunidade, resultando em uma criação de valor de 15,37% para o investidor. No ano de 2017 a empresa novamente apresentou lucro operacional líquido superior ao custo de oportunidade, porém há um aumento proporcionalmente superior no ativo operacional, justificado principalmente pela elevação do saldo de duplicatas a receber e caixa e equivalentes de caixa. Esta elevação no ativo operacional fez com que houvesse aumento do custo de oportunidade e resultou em valor econômico adicionado de 13,09% uma vez que neste ano o NOPAT superou o custo de oportunidade em R\$ 673.987.

Em 2018, embora a empresa tenha atingido NOPAT positivo, o valor não foi suficiente para cobrir o custo de oportunidade, visto que novamente houve elevação no valor do ativo operacional. Em razão de não ter ocorrido o mesmo aumento em lucratividade no ano, a elevação do ativo operacional fez com que houvesse destruição de valor do capital investido, representado pelo percentual de - 3,95%.

Como principal motivo para explicar o declínio do lucro atingido após dois anos em que a empresa apresentava resultados satisfatórios, pode ser citada a redução de 30% na receita de vendas bruta em 2018 quando comparada com o ano anterior.

A queda ocorrida nas vendas, que apresentaram diminuição de R\$ 3.939.434 em 2017 para R\$ 2.765.713 no ano de 2018 pode ser explicada em razão da retração na indústria de vestuário conforme dados divulgados pela Associação



Brasileira da Indústria Têxtil e Confecção (2018). Os principais motivos apontados como causadores desta retração são o clima, visto que o inverno de 2018 não apresentou frios constantes e a greve dos caminhoneiros ocorrida em maio, um dos meses de maior expectativa de vendas nas empresas do segmento malheiro.

Com a redução considerável das vendas, o ideal seria que as despesas operacionais acompanhassem esta queda de maneira proporcional, o que não ocorreu, visto que houve aumento de 5,58% nos custos incorridos na fabricação dos produtos devido à valorização da matéria-prima, que por sua vez não pode ser repassada ao consumidor final pela falta de procura no mercado, o que fez com que a indústria precisasse diminuir a margem de lucros praticada, assim como a elevação de 3,10% das despesas comerciais e 28,09% das despesas administrativas.

O resultado insatisfatório do último ano analisado deve ser observado com atenção pelos gestores do negócio, uma vez que se a perspectiva de venda não se elevar em 2019 é aconselhável que sejam analisadas alternativas para alcançar diminuição nos custos incorridos no processo produtivo da organização.

Contudo, entende-se que quando são realizados investimentos de relevante proporção nas empresas se fazem necessários alguns gastos para manter a estrutura adquirida, e que levam certo tempo para serem adequadas à realidade de mercado que se apresenta variável e incerta nos últimos anos.

#### **4.2.3 Análise dos resultados compilados**

Através dos cálculos de índices de medida de desempenho e Valor Econômico Adicionado buscou-se a evidenciação da situação da empresa no aspecto econômico e financeiro, uma vez que foram analisados índices que demonstram o desempenho operacional e evidenciam o capital de giro.

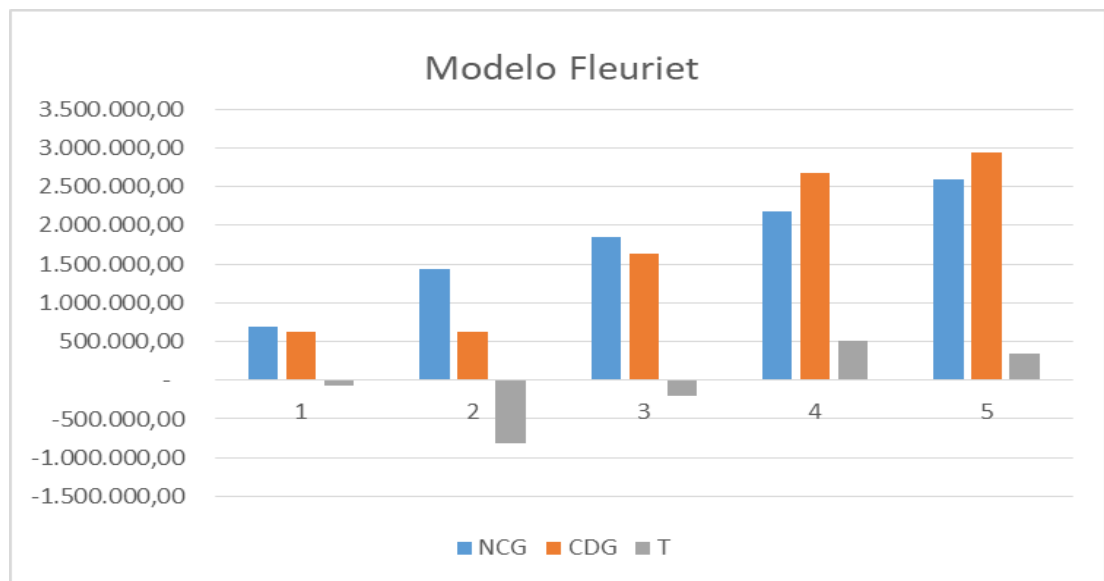
A situação financeira e de capital de giro foi analisada através das variáveis utilizadas no Modelo Fleuriet, ou Modelo Dinâmico. Através deste modelo, a necessidade de capital de giro apontou constante elevação nos anos analisados, ocorrida em razão do aumento dos estoques mantidos para venda e das duplicatas a receber, consequência do aumento do volume de vendas e do prazo médio de recebimento de clientes, que se mostra superior ao pagamento de fornecedores a

partir de 2016. Ou seja, a empresa de certa forma financia seu cliente, mas não consegue adquirir a matéria-prima com os mesmos prazos.

Por meio do cálculo do capital de giro disponível na empresa também nota-se elevação em todos os anos, principalmente a partir de 2016, ano em que a empresa começou a atingir resultados operacionais positivos e optou por adicionar parte dos lucros em suas reservas, aumentando os recursos disponíveis para suprir o capital de giro necessário para a atividade operacional.

De acordo com o saldo de tesouraria, demonstrado em conjunto com as demais variáveis do Modelo Fleuriet através do Gráfico 1, evidenciou-se que o capital de giro foi suficiente para suprir a necessidade da empresa apenas em 2017 e 2018. Observou-se também que nos anos em que havia falta de capital de giro a empresa obteve recursos para financiar sua atividade através de empréstimos junto a instituições financeiras, que foram quitados conforme houve melhora na situação financeira.

Gráfico 1 - Modelo Fleuriet



Fonte: Dados da pesquisa.

Por intermédio do cálculo dos índices Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno sobre o Investimento, Giro do Ativo e Valor Econômico Adicionado, que tem seus resultados evidenciados na Tabela 16, analisou-se de forma econômica o retorno operacional proporcionado pela empresa ao longo dos 5 anos.

Tabela 16 - Resultados dos índices de desempenho

<b>ÍNDICES DE DESEMPENHO</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>ROA</b>	-0,03%	-3,12%	24,89%	23,71%	6,52%
<b>ROE</b>	0,48%	-6,62%	23,85%	23,56%	5,00%
<b>ROI</b>	0,40%	-4,27%	19,66%	21,76%	4,72%
<b>GA</b>	0,18	0,33	0,65	0,59	0,44
<b>EVA</b>	-8,86%	-13,34%	15,37%	13,09%	-3,95%

Fonte: Dados da pesquisa.

Através do cálculo dos indicadores Retorno sobre o Ativo e Giro do Ativo pode-se observar que há relevante ociosidade da capacidade produtiva da empresa, ocasionada em razão da sazonalidade da atividade praticada e do alto valor de investimento realizado em máquinas que contribuíram para a modernização do processo produtivo.

Diante do cálculo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido, pode-se notar que não houve retorno em 2014. Da mesma forma não conseguiu gerar retornos em 2015, pois a compensação do prejuízo do exercício fez com que houvesse diminuição do patrimônio líquido da empresa. Nos últimos três anos analisados houve retorno sobre o patrimônio líquido e a empresa aderiu uma política conservadora em relação aos lucros, incorporando parte dos resultados às reservas de lucros.

No Retorno sobre o Investimento, assim como nos demais índices de desempenho o retorno foi proporcionado a partir de 2016, seguindo positivo nos dois anos seguintes. Estima-se através deste indicador que caso a empresa mantenha uma linear de lucro semelhante a 2018 o retorno total do investimento se dará no total de 21 anos.

No cálculo do EVA, objetivou-se apresentar se a empresa está criando valor ao seu investidor. Nos dois primeiros anos, o prejuízo operacional fez com que não houvesse criação de valor. Nos anos de 2016 e 2017 o resultado operacional superou o custo de capital próprio e de terceiros, resultando na criação de valor ao investidor.

Em 2018, embora a empresa tenha atingido lucro operacional e os indicadores de desempenho retratem resultados positivos, o valor não foi suficiente

para suprir o custo de oportunidade do negócio, resultando em destruição de valor de 3,95%. Este resultado reforça a afirmação de que o lucro líquido não é suficiente ao final do exercício, mas sim, faz-se necessária uma análise voltada a contabilidade gerencial, uma vez que o investidor deve ter informações a fim de garantir que seu investimento está sendo rentabilizado de forma superior ao que é oferecido em outras opções de investimento.

Assim, através de uma análise global observa-se que os resultados mostraram-se satisfatórios de maneira econômica a partir de 2016, que por sua vez refletiram na melhora da situação financeira e de capital de giro a partir do ano de 2017. Tratando-se de criação de valor, apenas os anos de 2016 e 2017 superaram o custo de oportunidade e apresentaram-se positivos.

## 5 CONCLUSÃO

Neste estudo objetivou-se identificar e analisar o retorno do investimento e criação de valor apresentados através dos relatórios contábeis de uma indústria do ramo malheiro situada na Serra Gaúcha no período de 2014 a 2018.

Diante das análises elaboradas observou-se que a utilização de diversos indicadores em conjunto proporciona melhor entendimento acerca dos resultados obtidos através das decisões dos gestores, assim como contribui para a identificação de possíveis falhas de gestão. Além disso, por tratar-se de indicadores de fácil elaboração e compreensão possibilita uma maior aplicabilidade nas pequenas e médias empresas como a organização utilizada neste estudo de caso, com o objetivo de fundamentar o planejamento de gestão para a melhor utilização da estrutura operacional de que dispõem.

Através da elaboração dos cálculos e análises dos indicadores e metodologia EVA, observou-se que em 2014 e 2015 a empresa passava por dificuldades na geração de resultados operacionais positivos, uma vez que todos os resultados apresentaram-se negativos. Em contrapartida, os anos de 2016 e 2017 mostraram-se satisfatórios em todos os indicadores analisados, superando inclusive o custo de oportunidade do negócio e gerando criação de valor.

Em 2018, o último ano analisado, os resultados operacionais mostraram-se positivos, porém não foram suficientes para superar o custo de oportunidade, que fez com que houvesse destruição do valor investido. Os resultados de 2018 foram exemplos de que uma organização que apresenta resultados positivos em suas demonstrações contábeis não está necessariamente gerando valor ao investidor.

Diante do exposto, orienta-se que os gestores mantenham constante acompanhamento dos resultados de forma gerencial, a fim de tomar as decisões necessárias e adequar-se em caso de retração de mercado, que foi o que ocorreu em 2018.

Assim sendo, demonstra-se que este estudo contribuiu de forma científica e acadêmica através de seu embasamento teórico uma vez que pode ser utilizado em futuros estudos de retorno de investimento e criação de valor em demais empresas do mesmo segmento ou até mesmo em empresas de outros diversos setores. Da mesma forma, contribui de forma profissional à classe contábil uma vez que denota a importância de serem utilizados indicadores de gestão nas empresas de pequeno

e médio porte, organizações em que muitas vezes não são utilizados indicadores de acompanhamento de resultados eficientes na tomada de decisão.

Ademais, complementa-se que as informações dispostas em notas explicativas de forma detalhada em muito contribuíram para a elaboração das análises, principalmente tratando-se da correta identificação das contas patrimoniais próprias da atividade operacional para a adequação das demonstrações contábeis a fim de viabilizar o cálculo do EVA.

Conclui-se, assim, que foram atendidos os objetivos propostos, que abordavam desde o levantamento bibliográfico acerca da contabilidade gerencial e indicadores de evidenciação de desempenho e criação de valor até a elaboração dos cálculos e análise dos indicadores com base nas demonstrações contábeis da empresa objeto do estudo de caso de 2014 a 2018, a fim de contribuir com informações para a tomada de decisão de investimento em negócios empresariais. O alcance dos objetivos propostos propiciou a evidenciação do retorno de investimento e criação de valor ao investidor, atingindo assim o objetivo geral deste estudo.

Embora atendidos os objetivos propostos no presente estudo, entende-se que o tema proposto não pode ser considerado exaurido, logo, sugere-se que sejam realizadas pesquisas voltadas ao retorno de investimento e criação de valor entre empresas do segmento malheiro ou de confecção a fim de evidenciar o desempenho individual e de modo comparativo entre as organizações.

## REFERÊNCIAS

ACEVEDO, Claudia Rosa; NOHARA, Jouliana Jordan. **Como fazer monografias: TCC, dissertações e teses**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522476831/pageid/0>. Acesso em: 03 out. 2018.

ALVES, Revson Vasconcelos. **Contabilidade Gerencial**. São Paulo: Atlas S.A., 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522480449/pageid/0>. Acesso em: 30 ago. 2018.

ANDRADE, Eduardo Leopoldino de. **A decisão de investir: Métodos e modelos para avaliação econômica**. Rio de Janeiro: LTC, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/978-85-216-2190-4/pageid/305>. Acesso em: 04 set. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522490912/pageid/0>. Acesso em: 11 set. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597010510/cfi/6/2!/4/2/2@0:47.3>. Acesso em: 18 set. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Investimentos no mercado financeiro usando a calculadora financeira HP 12C: Programas financeiros aplicados ao mercado de capitais**. 3. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522480241/pageid/0>. Acesso em: 04 set. 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA TÊXTIL E DE CONFECÇÃO. **Balança Comercial**. 2018. Disponível em: <http://www.abit.org.br/cont/dados-comercio-exterior>. Acesso em: 20 ago. 2018.

ATKINSON, Anthony et al. **Contabilidade gerencial: Informação para tomada de decisão e execução da estratégia**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2015. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522499038/pageid/0>. Acesso em: 04 set. 2018.

Banco Central do Brasil. **FAQ - Aplicações financeiras**. 2018. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/bc\\_atende/port/aplica.asp](https://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/aplica.asp). Acesso em: 20 ago. 2018.

BEUREN, Ilse Maria et al. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522486977/pageid/4>. Acesso em: 09 out. 2018.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de Investimentos**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2014. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788580553789/pageid/0>. Acesso em: 21 ago. 2018.

BOUÇAS, Cibelle. **Setor têxtil responde por metade dos empregos criados na indústria**. São Paulo: Valor, 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5097766/setor-textil-responde-por-metade-dos-empregos-criados-na-industria>. Acesso em: 20 ago. 2018.

BRASILEIRO, Ada Magaly Matias. **Manual de produção de textos acadêmicos e científicos**. São Paulo: Atlas S.A., 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522477562/pageid/0>. Acesso em: 09 out. 2018.

BRUNI, Adriano Leal. **Avaliação de Investimentos**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522478385/pageid/593>. Acesso em: 04 set. 2018.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788580552393/pageid/902>. Acesso em: 04 set. 2018.

CAMLOFFSKI, Rodrigo. **Análise de investimentos e viabilidade financeira das empresas**. São Paulo: Atlas, 2014. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522486571/pageid/0>. Acesso em: 04 set. 2018.

CARVALHO, Bruno. **Criação de Valor – o Cash Value Added como métrica de avaliação da performance empresarial**. 2014. 139 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Contabilidade e Gestão das Instituições Financeiras, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, 2014. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.21/4182>. Acesso em: 11 set. 2018.

COLPO, Iliane; MEDEIROS, Flaviani Souto Bolzan; WEISE, Andreas Dittmar. ANÁLISE DE RETORNO DO INVESTIMENTO: UM ESTUDO APLICADO EM UMA MICROEMPRESA. **Revista de Administração e Ciências Contábeis do Instituto de Desenvolvimento Educacional do Alto Uruguai**, Getúlio Vargas, v. 10, n. 21, jan. 2016. Disponível em: [https://www.ideau.com.br/getulio/restrito/upload/revistasartigos/327\\_1.pdf](https://www.ideau.com.br/getulio/restrito/upload/revistasartigos/327_1.pdf). Acesso em: 25 ago. 2018.

CREPALDI, Silvio Aparecido; CREPALDI, Guilherme Simões. **Contabilidade Gerencial: teoria e prática**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597011654/cfi/6/52!/4/14/2@0:78.8>. Acesso em: 04 set. 2018.



DataSebrae. **PIB**. 2018. Disponível em: <http://datasebrae.com.br/pib/>. Acesso em: 20 ago. 2018.

ESCALERA-CHÁVEZ, Milka; SANTILLÁN, Arturo García; KRAMER, Carlos Alberto Rojas. Financial Decision and Its Relationship with Economic Value Added. **Mediterranean Journal Of Social Sciences**, Roma, v. 6, n. 1, p.278, jan. 2015. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/273353101\\_Financial\\_Decision\\_and\\_Its\\_Relationship\\_with\\_Economic\\_Value\\_Added](https://www.researchgate.net/publication/273353101_Financial_Decision_and_Its_Relationship_with_Economic_Value_Added). Acesso em 20 set. 2018.

FARIAS FILHO, Milton Cordeiro; ARRUDA FILHO, Emílio J. M. **Planejamento da pesquisa científica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522495351/pageid/4>. Acesso em: 09 out. 2018.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O Modelo Fleuriet: a Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

FLEURIET, Michel; ZEIDAN, Rodrigo. **O Modelo Dinâmico de Gestão Financeira**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/281295873\\_O\\_Modelo\\_Dinamico\\_de\\_Gestao\\_Financeira](https://www.researchgate.net/publication/281295873_O_Modelo_Dinamico_de_Gestao_Financeira). Acesso em 20 Set. 2018.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2018. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597012934/cfi/6/10!/4/16@0:80.1>. Acesso em: 09 out. 2018.

HASTINGS, David F. **Análise Financeira de Projetos de Investimento de Capital**. São Paulo: Saraiva, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788502205505/pageid/0>. Acesso em: 04 set. 2018.

LIMA JÚNIOR, Melquiades Pereira de; ALDATZ, Ramiro Jorge. Análise de investimento do segmento de transporte em condições de incerteza e risco. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 5, n. 1, p.224-240, jan. 2013. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/3325>. Acesso em: 15 ago. 2018.

LIZOTE, Suzete Antonieta et al. Análise de Investimentos: um Estudo Aplicado em uma Empresa do Ramo Alimentício. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**, Resende, out. 2014. Disponível em: <https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos14/1220115.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2018.

MARION, José Carlos; RIBEIRO, Osni Moura. **Introdução à contabilidade gerencial**. 3. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788547220891/pageid/240>. Acesso em: 30 ago. 2018.

MEDEIROS, Natália Carolina Duarte de; ANDRADE, Lélis Pedro de; FARIA, Evandro Rodrigues de. Análise de Rentabilidade e Criação de Valor: Um Estudo de Caso em uma Empresa Brasileira de Capital Aberto no Setor de Cosméticos. **Revista de Administração e Contabilidade**, Feira de Santana, v. 7, p.41-55, maio 2015. Disponível em: <https://www.fat.edu.br/reacfat.com.br/index.php/reac/article/view/278>. Acesso em 25 ago. 2018.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. 3. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522476688/pageid/330>. Acesso em: 30 ago. 2018.

NOBRE, Fábio Chaves et al. Análise da influência do Modelo Fleuriet na geração do valor econômico agregado nas empresas da construção civil listadas na Bovespa. **Revista de Administração e Negócios da Amazônia**, Amazônia, v. 9, n. 3, p.1-19, maio 2017. Disponível em: <http://www.periodicos.unir.br/index.php/rara/article/view/2242/2042>. Acesso em: 25 set. 2018.

OLIVEIRA, Luís Martins de; PEREZ JUNIOR, José Hernandez; SILVA, Carlos Alberto dos Santos. **Controladoria estratégica**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597003000/cfi/6/6!/4/2@0:0>. Acesso em: 18 set. 2018.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Administração financeira: uma abordagem global**. São Paulo: Saraiva, 2016. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/978-85-472-0497-6/pageid/0>. Acesso em: 18 set. 2018.

PÁTARO, Carolina Ribeiro; OLIVA, Diego Coletti. **Construindo a pesquisa: métodos, técnicas e práticas em sociologia**. Curitiba: Intersaberes, 2017. Disponível em: <https://bv4.digitalpages.com.br/?filtro=livros&term=Construindo%2520a%2520pesquisa&searchpage=1&from=busca&page=1&section=0#/edicao/52522>. Acesso em: 03 out. 2018.

PEREZ, Marcelo Monteiro. Métricas de retorno e a geração de valor ao acionista. **Unisanta Law And Social Science**, Q, v. 4, n. 2, p.189-202, jan. 2015. Disponível em: <http://periodicos.unisanta.br/index.php/lss/article/view/394/402>. Acesso em: 18 set. 2018.

PEREZ JUNIOR, José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antonio. **Elaboração e análise das demonstrações financeiras**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788597000740/pageid/0>. Acesso em: 18 set. 2018.

Prefeitura de Farroupilha. **Dados Socioeconômicos**. 2018. Disponível em: <http://farroupilha.rs.gov.br/cidade/dados-socioeconomicos/>. Acesso em: 21 ago. 2018.

REIS, Antonio Marcos dos; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. Utilização de Artefatos de Contabilidade Gerencial nas Sociedades Cooperativas Agropecuárias de Minas Gerais e sua Relação com Porte e Desempenho Financeiro. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 7, n. 4, p.355-371, out. 2013. Disponível em: [http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/2/997-3301-1-PB.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/997-3301-1-PB.pdf). Acesso em: 10 set. 2018.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788502621886/pageid/0>. Acesso em: 18 set. 2018.

Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. **Sobrevivência das empresas no Brasil**. Brasília, 2016. 96 p. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/sobrevivencia-das-empresas-no-brasil-relatorio-2016.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2018.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; MARTINS, Marco Antônio dos Santos. **Manual de controladoria**. São Paulo: Atlas, 2014. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788522491902/pageid/0>. Acesso em: 18 set. 2018.

VADIVEL, C.; DEVI, P. Nithya. Determinants of the return on equity ratio (ROE) on textile companies in Tamilnadu. **Global Journal For Research Analysis**, Ahmedabad, v. 7, p.8-10, jul. 2018. Disponível em: <https://wwwjournals.com/index.php/gjra/article/view/6191>. Acesso em: 22 ago. 2018. ABNT – Associação Brasileira de Normas Técnicas. **NBR 10520 - Apresentação de citações em documentos**. Rio de Janeiro, 2002.