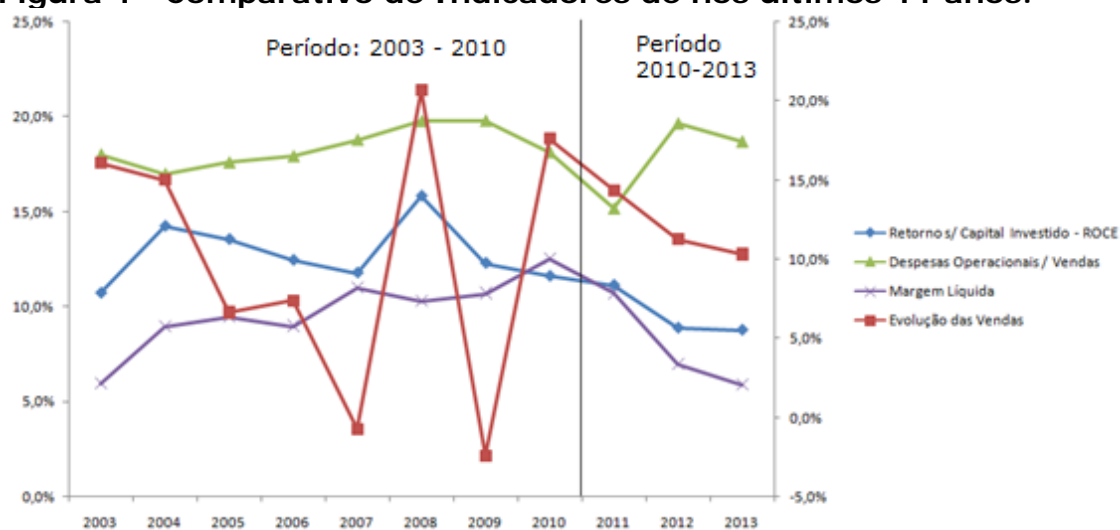


## RETORNO DAS COMPANHIAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS - PERÍODO: 2003/2011

São analisados a seguir o desempenho das companhias abertas não financeiras brasileiras nos últimos 11 anos, separado em dois períodos políticos: 2003-2010 e 2011-2013. O último período revela uma tendência de queda nos principais indicadores de desempenho das companhias abertas, destacando principalmente a perda de taxa de retorno do capital investido e da margem de lucro, e evolução decrescente das vendas<sup>1</sup>. Diante de um cenário mais incerto, as empresas reduziram a participação de capital de terceiros em sua estrutura de capital, diminuindo em consequência sua capacidade de investimento e crescimento.

A *Figura 1* ilustra o comportamento de alguns indicadores financeiros das companhias abertas. O comportamento das vendas foi claramente a variável de maior volatilidade das empresas, assumindo picos, tanto de aumentos como de reduções, bastante acentuados nos dois períodos analisados. Os diversos sobressaltos e incertezas associadas a conjuntura podem explicar esse comportamento assimétrico das vendas. No segundo período em análise (2011 – 2013) a tendência apurada é de queda da evolução das vendas.

**Figura 1 –Comparativo de Indicadores de nos últimos 11 anos.**



<sup>1</sup> Todos os dados do estudo representam valores médios das companhias abertas brasileiras não financeiras com ações negociadas em bolsa de valores, e foram obtidos de pesquisas disponíveis em: [www.institutoassaf.com.br](http://www.institutoassaf.com.br)

Observe que excetuando os anos de 2007 a 2009, o comportamento do retorno do investimento (ROCE) revela-se descendente, indicando uma perda de rentabilidade das companhias abertas brasileiras. Essa perda de viabilidade dos negócios, aliada a um custo financeiro em elevação, produz destruição de valor econômico aos acionistas.

A margem líquida, entendida como o percentual das receitas de vendas que é transformado em lucro líquido, teve um comportamento crescente no período 2003-2010, porém entrou em forte declínio no período seguinte.

### Quadro 1 – Alavancagem Financeira

	2003 – 2010 Média Anual	2011	2012	2013
Resultado do Acionista pela Alavancagem	1,725%	1,9%	0,0%	- 1,8%
Retorno s/ Capital Investido - ROCE	12,8%	11,1%	8,9%	8,8%
Passivo Oneroso/Ativo Total (Médio)	31,7%	29,7%	27,1%	27,2%

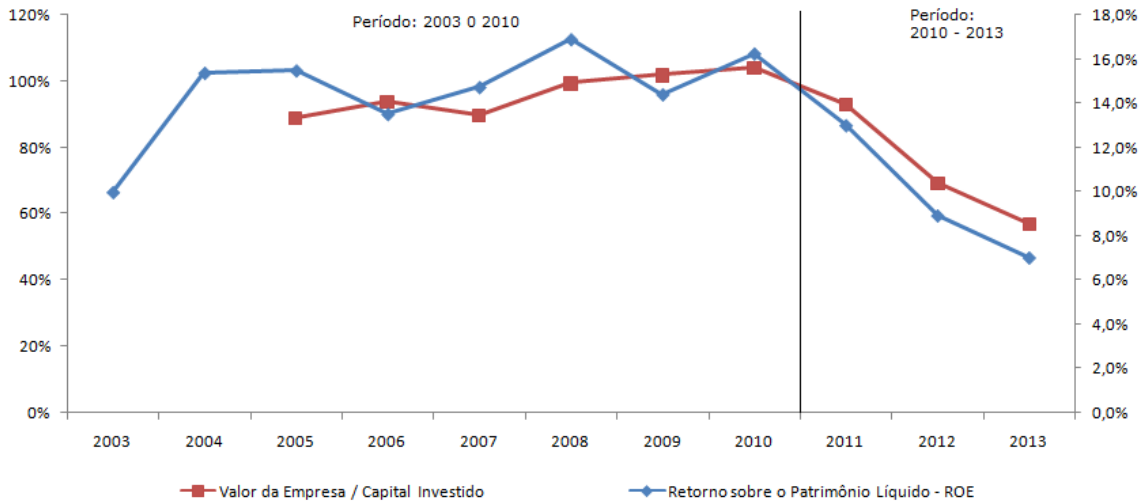
Observe no *Quadro 1* que o Resultado Médio do Acionista pela Alavancagem foi positivo no período 2003-2010, indicando que o retorno do capital investido (ROCE) superou ao custo da dívida. Este excesso de retorno das empresas foi transferido aos acionistas, alavancando o retorno do capital próprio em 1,725%. Este resultado é o ganho produzido alavancagem financeira.

No período 2011–2013 a alavancagem atuou de forma desfavorável para a empresa, reduzindo o retorno do acionista. Ao contrário do período anterior, o excesso do custo financeiro da dívida em relação ao retorno do capital investido foi coberto pelo resultado do acionista. Em 2013 os acionistas perderam 1,8% de sua taxa de retorno para cobrirem juros de dívidas maiores que o retorno da aplicação estes recursos de terceiros.

A redução da taxa de retorno do capital investido pelas empresas (ROCE), conforme ilustra o quadro 1, permite que melhor se entenda a razão desse comportamento.

Diante desse cenário as empresas procuraram reduzir a participação das dívidas onerosas em sua estrutura de capital, conforme indicadores apresentados no quadro 1 (passivo oneroso/ativo total). De uma participação média de empréstimos e financiamentos de 31,7% no período 2003-2010, a participação de passivos onerosos caiu para 27,2% do total dos ativos em 2013.

**Figura 2 – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Valor da Empresa/Capital Investido**



O fraco desempenho do retorno sobre o capital total investido (ROCE) descrito na Figura 1 é confirmado pelo retorno do capital do acionista (ROE), o qual iniciou uma tendência de redução desde 2010. De 2002 a 2004 o retorno do capital próprio cresceu fortemente, entrando a seguir em uma fase de certa estabilidade das taxas de retorno. Este comportamento se manteve inalterado até 2010, quando o ROE começou a cair de forma acentuada, afetando a rentabilidade dos investidores (acionistas). Nos últimos anos o retorno do capital próprio ficou abaixo da taxa de juros de mercado, revelando uma perda econômica (destruição de valor) aos acionistas.