



# TAM e Gol

## Casos representativos da aviação brasileira em tempos de crise

por Patrícia Villa e Márcia Espejo

**RESUMO:** Este trabalho objetiva identificar a situação econômico-financeira das duas maiores empresas de transporte aéreo brasileiro (TAM e Gol) nos anos de 2007 a 2009. O Brasil, como país emergente, busca melhorar sua infraestrutura e preparar-se para uma de suas maiores demandas turísticas: a Copa do Mundo de 2014. Assim, a análise das demonstrações contábeis destas empresas possibilitará acompanhar as necessidades do setor. Este trabalho caracteriza-se em uma abordagem metodológica qualitativa, sendo seu objetivo descritivo. O modelo indicado por Fleuriet para classificação das empresas demonstrou uma situação divergente entre as mesmas, considerando a empresa Gol como a mais estável financeiramente nestes anos. Ambas precisam buscar mecanismos de proteção contra possíveis crises econômicas mundiais que venham a prejudicar novamente seu resultado, como no ano de 2008. Além disso, o país necessita incentivar o desenvolvimento deste setor, visando um contínuo crescimento de sua economia.

**Palavras-chave:** Análise Econômico-Financeira, Gol, Modelo Fleuriet, Setor de Aviação TAM

**TITLE:** TAM and Gol: Brazilian aviation representative cases in crisis times

**ABSTRACT:** The purpose of this study is the verification of the economic-financial index of the two biggest Brazilian airline companies (TAM and Gol) in 2007 until 2009. Brazil, as an emergent country, seeks to improve its infrastructure and to prepare itself for one of its biggest tourist demands: the 2014 World Soccer Championship. Therefore, the accountable analysis for these two companies will make possible to follow the sector necessities. This study is characterized as a qualitative methodological approach, and a descriptive objective. The model indicated by Fleuriet for classification of these companies demonstrated a divergent situation between them, showing Gol as the most financially steady for the analyzed years. Both need to search protection mechanisms against possible worldwide economic crises that may harm the operational results again. Moreover, the country needs to stimulate the sector development, aiming at a continuous economy growth.

**Key words:** Economic-Financial Analysis, Gol, Fleuriet Model, Aviation Sector, TAM

**TITULO:** TAM y Gol: Casos representativos de la aviación brasileña en tiempos de crisis

**RESUMEN:** Este trabajo tiene como objetivo identificar la situación económica y financiera de las dos mayores aerolíneas brasileñas (TAM y Gol) en los años 2007 a 2009. Brasil, como país emergente, busca mejorar su infraestructura y prepararse para una de sus mayores demandas de turismo: La Copa Mundial de Fútbol del 2014. Así, el análisis de los estados financieros de estas empresas permitirá acompañar las necesidades de la industria. Este trabajo se caracteriza en un enfoque metodológico cualitativo, siendo su objetivo descriptivo. El modelo iniciado por Fleuriet para la clasificación de las empresas mostró una divergencia entre ambas, teniendo en cuenta la

**companhia Gol como a más estable económicamente en los últimos años. Ambas han tenido la necesidad de encontrar mecanismos para protegerse contra posibles crisis económicas mundiales que puedan afectar una vez más su rendimiento, como en 2008. Por otra parte, el país necesita impulsar el desarrollo de este sector, con el objetivo de un crecimiento continuo de su economía.**

**Palabras-clave:** Análisis Económico-Financiera, Gol, Modelo Fleuriet, Sector, Aviación, TAM

O setor de aviação brasileiro passou por grandes mudanças ao longo dos últimos anos. Houve um aumento da demanda de transporte aéreo, representado pela inserção das classes C e D nas políticas de venda das empresas, que obtiveram um incremento de sua renda média ao longo dos últimos anos. Com isso, a possibilidade de aumento de vendas de passagens implicou uma necessidade de reestruturação dos aeroportos, gerando um incremento nas vendas e um retorno para a economia do país.

Os investimentos no setor de aviação, bem como nos demais setores turísticos, proporcionaram ao Brasil ser selecionado para sediar a Copa do Mundo de 2014. Assim, as duas maiores empresas de aviação brasileiras (TAM e Gol) precisam ser analisadas, visto que a gestão das mesmas acompanha as necessidades do setor e do país como um todo.

De acordo com dados da ANAC – Agência Nacional de Aviação Civil (2010), as duas empresas juntas (TAM e Gol) possuem uma fatia de 81,06% do mercado de voos domés-

ticos. Desta forma, e considerando as crises que o setor enfrenta ao longo dos últimos anos, em especial a crise econômica internacional de 2008, torna-se importante a análise dos dados financeiros destas empresas, podendo-se, assim, estipular uma verificação do setor no qual atuam.

Neste sentido, entende-se que a Análise de Demonstrações Financeiras auxilia a compreensão e avaliação de diversos aspectos, tais como: (1) a capacidade de pagamento da empresa mediante a geração de caixa; (2) capacidade de remunerar os investidores gerando lucro em níveis compatíveis com suas expectativas; (3) nível de endividamento, motivo e qualidade do endividamento; (4) políticas operacionais e seus impactos na necessidade de capital de giro da empresa; e (5) impacto das decisões estratégicas relacionadas a investimentos e financiamentos (Silva, 2001, pp. 202-203).

Diante do exposto, observa-se a importância de se analisar as demonstrações contábeis das empresas que compõem determinado setor, visto que há a necessidade de se verificar como está sua situação econômico-financeira para

#### Patrícia Villa

patricia.villa@ufpr.br

Mestranda em Contabilidade (Univ. Federal do Paraná), Pós-graduada em Gestão de Negócios (Univ. Federal do Paraná) e Graduada em Comunicação Institucional (Univ. Tecnológica Federal do Paraná) e em Ciências Contábeis (Univ. Federal do Paraná), Curitiba – Paraná, Brasil.

Master of Accounting (Univ. Federal do Paraná), Specialization in Business Management (Univ. Federal do Paraná) and Graduate in Institutional Communication (Univ. Tecnológica Federal do Paraná) and Accountability (Univ. Federal do Paraná), Curitiba – Paraná State, Brazil.

Maestría en Contabilidad (Univ. Federal do Paraná), Postgrado en Dirección de Empresas (Univ. Federal do Paraná) y licenciada en Comunicación Empresarial (Univ. Tecnológica Federal do Paraná) y Contabilidad (Univ. Federal do Paraná), Curitiba – Paraná, Brasil.

#### Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo

marciabortolucci@ufpr.br

Doutorada em Contabilidade e Controladoria (Univ. de São Paulo, USP). Coordenadora e Professora do Programa de Mestrado em Contabilidade da Univ. Federal do Paraná, Curitiba – Paraná, Brasil.

PhD in Accounting and Controlling (Univ. de São Paulo, USP). Coordinator and Professor of the Accounting Master Program at Univ. Federal do Paraná, Curitiba – Paraná State, Brazil.

Doctorada en Contabilidad y Contraloría (Univ. de São Paulo, USP). Coordinadora y Profesora de la Maestría en Contabilidad en la Univ. Federal do Paraná, Curitiba – Paraná, Brasil.

Recebido em fevereiro de 2011 e aceite em novembro de 2011.  
Received in February 2011 and accepted in November 2011.

**No caso de setores em que poucas empresas dominam grande parte da fatia de mercado, torna-se necessário analisar com mais cuidado sua situação financeira, visto que o setor depende sobremaneira de seu sucesso empresarial.**

avaliar a eficácia na manutenção das suas atividades, e também o seu papel no mercado ao qual pertence. No caso de setores em que poucas empresas dominam grande parte da fatia de mercado, torna-se necessário analisar com mais cuidado sua situação financeira, visto que o setor depende sobremaneira de seu sucesso empresarial. Desta forma, nota-se que as estratégias adotadas pelas empresas podem impactar no desempenho do setor no qual participam, principalmente quando contribuem com grande parcela da receita total do mesmo.

A questão de pesquisa orientativa do presente estudo é a seguinte: qual é a situação econômico-financeira das duas maiores empresas de transporte aéreo do Brasil nos anos de 2007 a 2009? Para tal, será necessário: analisar as demonstrações contábeis das empresas em questão; calcular os indicadores econômico-financeiros das duas empresas naquele período; e comparar os resultados dos indicadores obtidos.

O presente artigo inicia-se com uma revisão da literatura sobre os assuntos pertinentes para a execução do mesmo. Tal revisão abrange os seguintes tópicos: demonstrações contábeis e análise financeira, análises vertical e horizontal e indicadores de análise das demonstrações (liquidez, endividamento, rentabilidade, atividade e estrutura e capital de giro). Posteriormente são abordados os aspectos metodológicos da pesquisa, tais como seu enquadramento e a descrição da amostra como um todo. O próximo tópico refere-se à análise das demonstrações das duas empresas em questão e uma comparação entre as mesmas, além das considerações finais do trabalho.

**Fundamentação teórica**

Para que a análise das demonstrações contábeis das empresas em questão pudesse ser realizada, foram estabelecidos alguns parâmetros e indicadores-base a serem calculados. Cada tópico será indicado a seguir.

**• Demonstrações contábeis e análise financeira**

A Lei 6.404/76 no Brasil, em seu artigo 176, estabeleceu que, ao fim de cada exercício social, a diretoria elaborará as seguintes demonstrações financeiras:

- Balanço Patrimonial: apresenta os ativos e passivos da entidade;
- Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados: demonstra a distribuição e a movimentação ocorrida no saldo da conta de lucros ou prejuízos acumulados;
- Demonstração do Resultado do Exercício: apresentação das contas de receitas e despesas;
- Demonstração dos Fluxos de Caixa (redação dada pela Lei 11.638/07): movimentação das contas que representam disponibilidades imediatas;
- Se companhia aberta, Demonstração do Valor Adicionado (incluído pela Lei 11.638/07): geração de riqueza e a forma como foi distribuída.

A Demonstração das Origens e Aplicação de Recursos, antes obrigatória, passou a ser facultativa de acordo com a Lei 11.638/07. A mesma Lei, em seu artigo 176 § 6º, afirma que companhias fechadas com patrimônio líquido, na data do balanço, inferior a R\$ 2 milhões não serão obrigadas à elaboração e publicação da demonstração dos fluxos de caixa.

Os demonstrativos contábeis são fundamentais para a análise econômico-financeira das empresas, pois dispõem de forma clara as informações necessárias para tal. Nesta pesquisa, a escolha pela utilização do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício refere-se a uma mudança relativamente recente na Contabilidade Brasileira, pois, até o ano de 2008, as empresas de sociedade anônima não eram obrigadas a publicar a Demonstração do Fluxo de Caixa e a Demonstração do Valor Adicionado. Deste fato decorre a necessidade de se reconhecer e utilizar os demais indicadores para a tomada de decisão.

Assim, ao analisar a estrutura financeira das empresas, é possível verificar qual a melhor opção de investimento dos recursos obtidos. Para garantir que estão tomando as melhores decisões de investimento no seu negócio, os gestores precisam estar atentos para as características dos projetos em questão, analisando as alternativas e os retornos possíveis. Para tanto, segundo Damodaran (2004), as regras

para a tomada de decisão precisam possuir algumas características: buscar um equilíbrio entre a avaliação subjetiva dos gestores e a avaliação coerente de diferentes projetos; avaliar se o projeto vai maximizar o valor da empresa; e proporcionar respostas para diferentes tipos de investimentos.

De acordo com Brealey e Myers (1997), os investidores avaliam os projetos buscando uma rentabilidade adicional pelos riscos assumidos. Uma das medidas de risco é o custo do capital, que pode ser definido como uma taxa mínima, relacionada com as oportunidades de investimento. A melhor combinação destes custos de capital pode ser possível com a busca de uma estrutura de capital eficiente. Uma estrutura inadequada pode levar a rejeição de maior número de projetos, devido ao custo de capital da empresa. Já uma estrutura adequada de capital leva a implementação de maior número de projetos, e conseqüentemente ao aumento do valor da empresa. Mesmo diante de muitos estudos, a questão sobre a melhor estrutura de capital para uma empresa, continua sem resposta satisfatória (Bradley, Jarrel e Kim, 1984; Myers, 1984; Rajan e Zingales, 1995; Titman e Wessels, 1988).

Uma das formas de se avaliar a estrutura da empresa é o *Economic Value Added* (EVA), conceito desenvolvido por Stern Stewart no início da década de 1980 (Santos, 2006). O EVA é uma «medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros» (Assaf Neto, 2007, p. 186). Este indicador pode ser entendido como o resultado apurado pela sociedade que excede a remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas). O EVA será utilizado como complemento à análise dos demais indicadores calculados para as empresas, conforme indicados a seguir.

#### • Análise vertical e análise horizontal

A análise horizontal tem sua fundamentação na comparação entre as contas do Balanço Patrimonial da empresa e da sua Demonstração do Resultado do Exercício. Dessa forma, a análise horizontal permite a compreensão da evolução das contas ao longo dos anos, oferecendo dinamicidade à posição estática das demonstrações, ou, conforme afirma

Silva (2001, p. 208), «o propósito da análise horizontal é permitir o exame da evolução histórica de cada uma das contas que compõem as demonstrações financeiras».

A análise vertical é uma ferramenta de análise financeira, cuja base é a identificação da composição percentual das contas, tendo em vista um denominador comum, ou seja, um total específico. Conforme Reis (2003, p. 187), «a análise vertical (...) consiste na determinação dos percentuais de cada conta ou grupo de contas do Balanço Patrimonial em relação ao valor total do Ativo ou do Passivo». Assim, ao se compararem os exercícios da empresa, pode-se avaliar a política de obtenção e aplicação de recursos.

#### • Indicadores de análise de demonstrações

Os indicadores utilizados estão relacionados a seguir, escolhidos pela sua efetividade na comparação de resultados e demonstração da situação econômico-financeira da empresa, a saber: indicadores de liquidez, endividamento, rentabilidade, atividade e estrutura e análise dinâmica da empresa.

##### *Indicadores de liquidez*

Estão relacionados com a capacidade financeira da empresa, ou seja, a sua eficácia em honrar os compromissos com terceiros. De acordo com Padoveze e Benedicto (2004, p. 131), «a ideia central de criar indicadores de liquidez está na necessidade de avaliar a capacidade de pagamento da empresa».

Compõem o indicador de liquidez:

- liquidez geral: «(...) quanto a empresa possui dinheiro, bens e direitos realizáveis a curto e longo prazo, para fazer frente às suas dívidas totais» (Silva, 2001, p. 267);
- liquidez corrente: «(...) quantidade de recursos que a empresa tem nos ativos circulantes para utilização no pagamento dos passivos circulantes» (Padoveze e Benedicto, 2004, p. 133);
- liquidez seca: capacidade da empresa saldar suas dívidas de curto prazo, desconsiderando a realização dos estoques e o pagamento antecipado de despesas;
- liquidez imediata: itens patrimoniais do Balanço Patrimonial que podem ser empregados imediatamente.



### *Indicadores de endividamento*

Os indicadores de endividamento «(...) relacionam as fontes de fundos entre si, procurando retratar a posição relativa do capital próprio com relação ao capital de terceiros (...) indicando a (...) dependência da empresa com relação ao capital de terceiros» (Iudícibus, 1998, p. 103).

Fazem parte desde indicador:

- endividamento geral: mostra «(...) a dependência da empresa junto à instituições financeiras» (Silva, 2001, p. 261);
- composição do endividamento: demonstra «(...) as obrigações a curto prazo comparadas com as obrigações totais» (Silva, 2001, p. 259);
- participação do capital de terceiros: indica «(...) o percentual de capital de terceiros em relação ao patrimônio líquido» (Silva, 2001, p. 256);
- imobilização do patrimônio líquido: revela a percentagem dos recursos a longo prazo (permanentes) que se encontra imobilizada em itens ativos (Assaf Neto, 2007, p. 124).

### *Indicadores de rentabilidade*

Os indicadores de rentabilidade «(...) indicam qual o retorno que o empreendimento está propiciando (...)» (Silva, 2001, p. 233). Segundo Reis (2003, p. 153), «os índices de rentabilidade medem a capacidade de produzir lucro de todo o capital investido nos negócios (próprios e de terceiros)». Dividem-se em:

- giro do ativo: «(...) velocidade com que os ativos são operacionalizados e transformam os insumos em vendas» (Padoveze e Benedicto, 2004, p. 104);
- margem líquida: «(...) o quanto se obtém de lucro por cada unidade vendida» (Padoveze, 2000, p. 158);
- rentabilidade do ativo: indica «(...) a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais (...)» (Silva, 2001, p. 237);
- rentabilidade do patrimônio líquido: representa «(...) quanto de prêmio que os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em relação aos seus investimentos no empreendimento» (Silva, 2001, p. 240).

### *Indicadores de atividade e estrutura*

Os indicadores de atividade «(...) visam à mensuração das diversas durações de um 'ciclo operacional', o qual envolve

todas as fases operacionais típicas de uma empresa, que vão desde a aquisição de insumos básicos ou mercadorias até o recebimento das vendas realizadas» (Assaf Neto, 2007, p. 120).

É composto por:

- giro do estoque: indica «(...) quantas vezes o estoque foi renovado durante o exercício (...)» (Iudícibus, 2006, p. 303);
- prazo médio do estoque: «(...) quantos dias, em média, os produtos ficaram armazenados na empresa antes de serem vendidos» (Silva, 2001, p. 245);
- prazo médio de recebimento: indica «(...) quantos dias, em média, a empresa leva para receber suas vendas (...)» (Silva, 2001, p. 247);
- prazo médio de pagamento: «(...) tempo médio (expresso em meses ou dias) que a empresa tarda em pagar suas dívidas (compras a prazo de fornecedores)» (Assaf Neto, 2007, p. 121);
- ciclo operacional: «(...) todas as fases operacionais da empresa, iniciando-se no momento do recebimento dos materiais a serem utilizados no processo de produção e encerrando-se na cobrança das vendas realizadas» (Assaf Neto, 2007, p. 522);
- ciclo financeiro: «diferente do ciclo econômico, pois os momentos de pagamentos e recebimentos dos valores dos eventos econômicos são normalmente prolongados por prazos de pagamentos e recebimento» (Padoveze e Benedicto, 2004, p. 153).

### *Análise dinâmica da empresa*

A análise do capital de giro complementa o estudo da liquidez e fornece informações sobre os recursos exigidos pelas empresas que financiam o seu ciclo operacional. Para Padoveze e Benedicto (2004, pp. 230-231), os componentes do capital de giro são «(...) todas as contas do ativo circulante e do passivo circulante (...)». Desta maneira, para análise do capital de giro são calculados:

- capital circulante líquido: «(...) valor líquido das aplicações (deduzidas das dívidas de curto prazo) processadas no ativo (capital) circulante da empresa» (Assaf Neto, 2007, p. 518);
- necessidade de capital circulante líquido: «(...) volume

líquido de recursos demandados pelo ciclo operacional da empresa, determinado em função de suas políticas de compras, vendas e estocagem» (Assaf Neto, 2007, p. 537);

- índice de capital circulante líquido: complemento da avaliação da empresa, informando quanto do capital circulante corresponde às receitas líquidas; é uma medida relativa de liquidez a qual mostra a folga financeira a curto prazo em relação ao volume de vendas;
- análise avançada ou análise dinâmica do capital de giro: modelo proposto por Fleuriet et al. (2003) no qual são utilizadas, para fins de análise, subdivisões do ativo circulante e do passivo circulante de acordo com a natureza de seus componentes: financeira (errática) e operacional (ou cíclica). O modelo estabelece, através de relações entre os itens de ativo e passivo circulantes, se uma empresa está ou não em equilíbrio financeiro. Combinando-se as variáveis capital circulante líquido, necessidade de capital de giro e saldo de tesouraria, Fleuriet propôs seis tipos de situação financeira possíveis para uma empresa. Segundo Braga (1991), as classificações são as seguintes (**ver Caixa**).

## Metodologia

O presente estudo configura-se em uma análise qualitativa dos dados financeiros das empresas, visando uma posterior comparação entre os mesmos. De acordo com Godoy (1995), a pesquisa qualitativa destaca-se pela peculiaridade de suas características, tais como: o ambiente natural como fonte direta de dados e o pesquisador como instrumento fundamental; o caráter descritivo; o significado que as pessoas dão às coisas e à sua vida como preocupação do investigador e o enfoque indutivo. O estudo qualitativo visa, desta forma, a análise detalhada de um ambiente, de um sujeito ou de uma situação em particular.

O objetivo desta pesquisa é descritivo pois visa analisar, observar e classificar os fatos. Assim, para que os objetivos do presente trabalho fossem alcançados, foi feita uma análise documental das empresas em questão, utilizando os métodos de pesquisa bibliográfica e de pesquisa documental, que possibilitaram a coleta dos dados necessários e a realização das etapas previstas.

## Tipos de estrutura de balanço

- **Tipo I – Excelente:** excelente liquidez e boa folga financeira para honrar as exigibilidades de curto prazo;
- **Tipo II – Sólida:** os recursos permanentes aplicados no capital de giro líquido suprem a insuficiência do passivo circulante cíclico, com um saldo positivo de tesouraria;
- **Tipo III – Insatisfatória:** situação financeira insatisfatória, devido ao fato de o CCL ser inferior ao IOG [NCCL] (empresas dependentes de empréstimos de curto prazo);
- **Tipo IV – Péssima:** possibilidade de agravamento com a expansão dos negócios, evidenciado pelo crescimento do saldo negativo de tesouraria;
- **Tipo V – Muito Ruim:** passivos circulantes operacionais excedem às necessidades de recursos, demonstrando a existência de risco de solvência da empresa;
- **Tipo VI – Alto Risco:** a empresa estaria desviando sobras de recursos de curto prazo para ativos não circulantes e mantendo um saldo positivo de tesouraria.

Fonte: Adaptado de Braga (1991)

De acordo com Eco (2003, p. 42), a pesquisa bibliográfica torna-se importante na medida em que «organizar uma bibliografia significa buscar aquilo cuja existência ainda se ignora». Observa-se, portanto, que este tipo de pesquisa fundamenta-se na contribuição de diversos autores acerca do assunto tratado na pesquisa. As informações são coletadas e discutidas em momento oportuno no trabalho, tornando-se, assim, de fundamental importância para embasar a prática realizada.

A amostra foi selecionada arbitrariamente pela pesquisadora, para que se pudesse analisar uma parcela do setor de aviação. Foram empregados os bancos de dados disponíveis no site da BM&FBovespa (2010), com as informações divulgadas pelas empresas para seus acionistas. Os dados foram analisados à luz da teoria contábil vigente.

Para que a análise das demonstrações contábeis fosse realizada, alguns procedimentos foram adotados, tais como:

- busca das informações necessárias no site da BM&FBovespa;
- correção das informações dos anos de 2007, 2008 e



2009 pelo índice IGP-M, disponível no *site* do Banco Central do Brasil (2010), a saber: 2007 = índice de 1,0982474; 2008 = índice de 0,9815995; 2009 = índice de 1,00;

- cálculo das análises vertical, horizontal e dos indicadores selecionados;
- análise e comparação dos resultados obtidos das duas empresas.

## O setor de aviação brasileiro

### • Contextualização do setor

As duas empresas relacionadas neste estudo fazem parte do Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa. Estes níveis foram implantados no ano de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo e funcionam como um sistema de monitoramento e direção das sociedades, envolvendo acionistas e cotistas. Desta forma, as empresas conferem maior credibilidade ao mercado acionário e aumentam a confiança dos investidores na captação de recursos.

A TAM S.A. foi constituída em 12 de maio de 1997 e seu objeto social é a participação direta no capital de empresas dedicadas à atividade de transporte aéreo. A companhia é controladora da TAM Linhas Aéreas S.A. («TLA»), empresa que opera principalmente linhas regulares de transporte aéreo de passageiros e cargas no país e no exterior e da Transportes Aéreos del Mercosur S.A. («Mercosur»), empresa de voo regular sediada em Assunção, no Paraguai (TAM, 2010).

Em 19 de dezembro de 2009, a companhia assinou um compromisso para a aquisição da totalidade das ações em circulação da Pantanal Linhas Aéreas S.A., transação esta autorizada pela ANAC em 18 de março de 2010. Ressalta-se que a TAM S.A. optou pela não adoção antecipada das

normas internacionais IFRS no exercício findo em 31 de dezembro de 2009. Em 2010, a companhia demonstrou interesse em realizar uma fusão com a chilena LAN, criando o que seria a maior empresa aérea da América Latina.

A Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. foi constituída em 12 de março de 2004. A empresa tem o controle acionário da VRG Linhas Aéreas S.A. e explora as atividades de serviços de transporte aéreo regular e não regular de âmbito nacional e internacional de passageiros, cargas ou malas postais (Gol, 2010).

As ações da Gol são negociadas na Bolsa de Nova Iorque (New York Exchange – NYSE) e na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. Ressalta-se que a Gol S.A. também não adotou antecipadamente as normas internacionais, optando por adotar esses procedimentos somente no exercício findo em 31 de dezembro de 2010.

### • Análise econômico-financeira das empresas

Ao analisarem-se os indicadores destas duas empresas, torna-se necessário realizar algumas observações. Primeiramente, nota-se que as duas empresas obtiveram prejuízo operacional no ano de 2008, conforme verificado na Tabela 1. Interessante ressaltar que nas duas empresas este resultado foi impactado pela grande variação cambial do dólar neste ano, devido à crise econômica que se instalou. Como as operações de *hedge* das empresas estão vinculadas ao dólar, a variação cambial alterou e muito o resultado, gerando um prejuízo.

Outro fato importante é que, devido à própria característica do negócio, as duas empresas buscam um constante aumento e reposição da frota, o que impacta no seu Ativo Permanente – Imobilizados. As duas empresas utilizam as

**Tabela 1**  
**Resultado dos exercícios – TAM e Gol**

<b>Lucro/Prejuízo do Período (% da Receita líquida)</b>	<b>TAM</b>	<b>GOL</b>
01/01/2009 a 31/12/2009	13,56%	14,33%
01/01/2008 a 31/12/2008	-14,25%	-19,30%
01/01/2007 a 31/12/2007	6,39%	5,41%

Fonte: Elaborado pelas autoras

aeronaves com base em operações de arrendamento financeiro e operacional. A classificação destas operações gera impactos nos valores a longo prazo, fazendo com que o exigível a longo prazo seja uma parte importante do patrimônio dessas empresas, conforme observado na Tabela 2.

Nota-se, na Tabela 3, que as duas empresas possuem na conta de estoque os valores referentes às peças de reposição de motores e manutenção das aeronaves, pois, pela própria característica do negócio, as empresas necessitam manter as aeronaves em excelente condição de uso.

Na Tabela 4 observa-se que ambas reclassificaram a conta do intangível no ano de 2008, principalmente os valores de softwares. Este fato demonstra a preocupação em

adequar-se às normas internacionais, mesmo não efetuando as mudanças previamente no exercício de 2009.

Quanto ao ciclo operacional, verifica-se na Tabela 5 que nas duas empresas este indicador ficou em aproximadamente um mês e meio, considerando o espaço de tempo em que as peças de manutenção das aeronaves são compradas e posteriormente utilizadas. O ciclo financeiro das empresas ficou diferente no ano de 2009, resultado da nova política de redução de prazos da Gol (ver Tabela 5, p. 34).

Os indicadores de liquidez das duas empresas representam que ambas podem contar com os valores indicados como disponibilidades para saldar grande parte de suas dívidas na maioria dos períodos observados (liquidez ime-

**Tabela 2**  
**Imobilizado e exigível a longo prazo – TAM e Gol**

(% do Ativo Total)	TAM			GOL		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007
Ativo Permanente - Imobilizado	61,92%	60,47%	54,61%	39,59%	44,71%	21,71%
Passivo - Exigível a Longo Prazo	58,18%	65,64%	50,96%	38,11%	43,02%	20,14%

Fonte: Elaborado pelas autoras

**Tabela 3**  
**Estoques – TAM e Gol**

Estoques (% do Ativo Total)	TAM	GOL
2009	1,49%	1,71%
2008	1,74%	2,88%
2007	1,55%	3,74%

Fonte: Elaborado pelas autoras

**Tabela 4**  
**Intangível – TAM e Gol**

Intangível (% do Ativo Total)	TAM	GOL
2009	1,84%	12,45%
2008	1,14%	15,21%
2007	0,00%	0,00%

Fonte: Elaborado pelas autoras



**Tabela 5**  
**Ciclo operacional e financeiro – TAM e Gol**

(em dias)	TAM		GOL	
	2009	2008	2009	2008
Ciclo Operacional	51,54	47,15	38,58	52,62
Ciclo Financeiro	28,89	24,80	13,77	31,36

Fonte: Elaborado pelas autoras

diata). Entretanto, este fato pode ser considerado um aspecto que merece cautela para a empresa, pois prefere deixar seus recursos disponíveis no caixa ao invés de aplicá-los em investimentos rentáveis a curto prazo. O indicador de liquidez seca demonstra que as duas empresas possuem uma baixa dependência do ativo de curto prazo em relação principalmente aos estoques. O indicador de liquidez geral, em conjunto com o de liquidez corrente, indica a ocorrência da maior parte das contas a longo prazo, resultado da utilização das aeronaves com base em operações de arrendamento financeiro e operacional, fazendo com que o longo prazo seja uma parte importante do patrimônio dessas empresas, segundo verifica-se na Tabela 6.

Os resultados obtidos com os indicadores de endividamento demonstram que, nas duas empresas, as dívidas de curto prazo permaneceram estáveis em representatividade

com relação ao total das obrigações com terceiros (indicador de composição do endividamento), porém a maior parte das dívidas ainda se concentra no longo prazo. Isto deve-se ao fato das empresas trabalharem com arrendamento financeiro para compra e uso das aeronaves, uma operação de longo prazo. Este arrendamento também justifica os altos indicadores de participação de capital de terceiros e endividamento geral em ambas as empresas, conforme mostrado na Tabela 7 (ver p. 35).

A respeito dos indicadores de rentabilidade, nota-se que a empresa TAM demonstrou uma oscilação maior entre os resultados, principalmente com relação à rentabilidade do patrimônio líquido que passou de um prejuízo que correspondia a 107% do patrimônio em 2008 para um lucro de 124% do mesmo em 2009, conforme demonstrado na Tabela 8 (ver p. 35).

**Tabela 6**  
**Indicadores de liquidez – TAM e Gol**

		TAM			GOL		
		2009	2008	2007	2009	2008	2007
<b>1</b>	Liquidez geral = $\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a longo prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$	0,414	0,400	0,560	0,725	0,500	1,075
<b>2</b>	Liquidez corrente = $\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	0,978	0,925	1,338	1,020	0,660	1,399
<b>3</b>	Liquidez seca = $\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Desp. Antec.}}{\text{Passivo Circulante}}$	0,889	0,831	1,222	0,906	0,533	1,235
<b>4</b>	Liquidez imediata = $\frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$	0,541	0,475	0,845	0,611	0,236	0,653

Fonte: Elaborado pelas autoras

**Tabela 7**  
**Indicadores de endividamento – TAM e Gol**

		TAM			GOL		
		2009	2008	2007	2009	2008	2007
<b>1</b>	Endividamento Geral = $\frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Ativo}}$	= 87,53%	95,93%	80,46%	66,19%	80,19%	58,18%
<b>2</b>	Composição endividamento = $\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Exigível}}$	= 33,53%	31,58%	36,66%	42,43%	46,34%	65,37%
<b>3</b>	Participação capital de terceiros = $\frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	= 703,56%	2375,49%	412,32%	195,76%	404,70%	139,11%
<b>4</b>	Imobilização Patrimônio líquido = $\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	= 512,45%	1525,61%	281,54%	153,90%	302,41%	89,62%

Fonte: Elaborado pelas autoras

**Tabela 8**  
**Indicadores de rentabilidade – TAM e Gol**

		TAM			GOL		
		2009	2008	2007	2009	2008	2007
<b>1</b>	Giro do Ativo = $\frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo}}$	= 0,75	0,80	0,78	0,71	0,95	0,86
<b>2</b>	Margem líquida = $\frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Vendas líquidas}}$	= 13,56%	-14,25%	6,39%	14,33%	-19,30%	5,41%
<b>3</b>	Rentabilidade do Ativo = $\frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Ativo médio}}$	= 10,25%	-12,07%	-	11,44%	-16,18%	-
<b>5</b>	Rentabilidade do Patrimônio líquido = $\frac{\text{Lucro operacional}}{\text{PL médio}}$	= 124,20%	-107,04%	-	41,37%	-61,37%	-

Fonte: Elaborado pelas autoras

Analisando as notas explicativas das duas empresas, verifica-se que ambas estão em busca de novos mercados, procurando opções de financiamento mais acessíveis visando a ampliação da sua fatia de clientes para as classes econômicas C e D. Assim, novos canais de venda estão sendo utilizados, bem como novas campanhas de marketing, buscando a confiança do cliente e sua fidelização.

Verifica-se também que somente a empresa Gol menciona as ações de Responsabilidade Social em suas notas explicativas. Apesar disso, as duas empresas afirmam neste mesmo instrumento possuir ações para minimizar os riscos inerentes à atividade. Os riscos são gerenciados através da utilização

de instrumentos financeiros para proteção do mercado financeiro (swaps, contratos futuros, opções de câmbios e de petróleo, hedge de combustível e de juros). Contudo, verifica-se que esta mesma operação afetou o valor do resultado do exercício em 2008, conforme citado anteriormente.

Outros riscos dessa atividade são: risco de preço de combustíveis (atrelado à variação da cotação do petróleo no mercado); risco de taxa de câmbio (variação do dólar); risco de crédito (contas a receber e depósitos em bancos); risco de taxas de juros (impacto das operações de arrendamento mercantil para utilização das aeronaves); risco de liquidez.

Após a análise destes indicadores, é possível verificar o



EVA das empresas. A Tabela 9 demonstra que as duas empresas não apresentaram valor econômico agregado positivo nos três anos analisados. Neste estudo, considerou-se o SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Banco Central do Brasil, 2010), uma taxa de referência dos juros no mercado brasileiro admitida como de mais baixo risco, para utilização no cálculo do custo médio ponderado de capital. Os resultados obtidos com o EVA representam que os credores e acionistas não estão recebendo a remuneração do risco assumido no negócio. Este indicador sofreu uma queda no ano de 2008, devido ao aumento dos indicadores de endividamento nesse ano. Contudo, no ano de 2009, os valores foram reduzidos consideravelmente, indicando melhoras no valor agregado.

O modelo indicado por Fleuriet proporcionou classificar as empresas quanto às suas operações e às suas finanças, conforme observado na Tabela 10. Neste sentido, verificou-se que as empresas demonstraram uma situação divergente entre si. A empresa TAM apresentou-se como de maior risco de solvência, considerando seu capital circulante líquido, enquanto a empresa Gol chegou a apre-

sentar certo nível de solidez, e no ano de 2009 foi classificada como excelente, devido a uma recuperação no seu saldo de tesouraria.

Assim, nota-se que o setor de aviação brasileiro, que está representado em sua maioria por estas duas empresas, está passando por uma renovação da frota. Há uma busca também por alternativas de combustível que reduzam a poluição gerada pelas aeronaves, como os biocombustíveis, demonstrando uma preocupação das empresas em gerar menos prejuízos ao meio ambiente.

### Considerações finais

Após a análise dos indicadores destas empresas, constata-se o impacto gerado pela variação cambial, derivada das operações de *hedge* que ambas possuem. Assim, nota-se a importância da política mundial sobre esse setor e uma necessidade das empresas em proteger seus ativos de eventuais crises.

O Modelo Fleuriet possibilitou uma classificação das empresas deste setor, contudo, observa-se a situação divergente apresentada por ambas, resultado de suas políticas de capital de giro e saldo de tesouraria. Importante ressaltar que

**Tabela 9**  
**«Economic Value Added» (EVA) – TAM e Gol**

EVA (Reais mil)	TAM	GOL
2009	(222.828)	(363.083)
2008	(5.782.852)	(2.714.411)
2007	(2.941.035)	(1.495.935)

Fonte: Elaborado pelas autoras

**Tabela 10**  
**Classificação pelo modelo Fleuriet – TAM e Gol**

Modelo Fleuriet	TAM	GOL
2009	Alto risco	Excelente
2008	Alto risco	Muito ruim
2007	Excelente	Sólida

Fonte: Elaborado pelas autoras

as duas empresas buscam a renovação constante de suas frotas e a expansão de suas vendas para as classes econômicas C e D, visando a ampliação de mercado.

### **Aconselha-se, entretanto, que as empresas objetivem realizar mais recursos de proteção de seus ativos, como o «hedge», analisando a possibilidade de se utilizar outras moedas mais estáveis.**

Assim, verifica-se que as duas empresas encontram-se em uma situação financeira confortável, pois apesar do prejuízo apresentado no ano de 2008, ambas obtiveram uma recuperação no resultado em 2009, observado inclusive com o aumento do retorno mínimo exigido pelos proprietários, demonstrado com o EVA. Aconselha-se, entretanto, que as empresas objetivem realizar mais recursos de proteção de seus ativos, como o *hedge*, analisando a possibilidade de se utilizar outras moedas mais estáveis.

Faz-se necessário ressaltar que as duas empresas analisadas possuem marcas já consolidadas no mercado em que atuam, e ambas estão buscando novas fatias do mercado com a aquisição de outras companhias. Contudo, verifica-se que as duas precisam buscar mecanismos de proteção contra possíveis crises econômicas mundiais que venham a, porventura, prejudicar novamente seu resultado.

Acredita-se também que a reestruturação do setor de aviação brasileiro possibilitará um crescimento da economia, visto que as classes econômicas C e D poderão ser atendidas, aumentando, assim, a renda do setor. Para que isto seja possível, é preciso uma revitalização dos aeroportos, proporcionando um melhor atendimento da demanda aérea. Com uma estrutura eficiente, o turismo brasileiro obterá suporte para crescer, trazendo para o país novas oportunidades de investimento e desenvolvimento. ■

### **Referências bibliográficas**

ANAC – Agência Nacional de Aviação Civil (2010), Disponível em [http://portalexame.abril.com.br/negocios/noticias/tam-goltem-menor-fatia-mercado-quebra-varig2006-5696\\_37.html](http://portalexame.abril.com.br/negocios/noticias/tam-goltem-menor-fatia-mercado-quebra-varig2006-5696_37.html). Acesso em 15/06/10.

ASSAF NETO, A. (2007), **Finanças Corporativas e Valor**. 3.ª ed. Atlas, São Paulo.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2010), Disponível em <http://www.bcb.gov.br/>.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (2010), Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 01/06/10.

BRAGA, R. (1991), **Análise Avançada do Capital de Giro**. Caderno de Estudos n.º 3, Fipecafi, São Paulo.

BRASIL (2010), Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm). Acesso em 15/06/10.

BRASIL (2010), Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei-11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei-11638.htm). Acesso em 15/06/10.

BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. (1997), **Princípios de Finanças Empresariais**. 5.ª ed., McGraw-Hill, Lisboa.

BRADLEY, M.; JARREL, G. A. e KIM, E. H. (1984), «On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence». *Journal of Finance*, vol. 39, n.º 3, julho.

DAMODARAN, A. (2004), **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. Trad. Jorge Ritter, 2.ª ed., Bookman, Porto Alegre.

ECO, U. (2003), **Como se Faz uma Tese**. Perspetiva, São Paulo. FLEURIET, M.; KEHDY, R. e BLANC, G. O. (2003), **Modelo Fleuriet – Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras**. Campus, Rio de Janeiro.

GODOY, A. S. (1995), «Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades». *Revista de Administração de Empresas*, vol. 35, n.º 2, mar./abr., pp. 57-63.

GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES (2010), Disponível em <http://www.voegol.com.br>. Acesso em 02/09/10.

IUDÍCIBUS, S. de (1998), **Análise de Balanços – Análise da Liquidez e do Endividamento, Análise do Giro, Rentabilidade e Alavancagem Financeira**. 7.ª ed., Atlas, São Paulo.

IUDÍCIBUS, S. de (2006), **Contabilidade Introdutória**. 10.ª ed., Atlas, São Paulo.

MYERS, S. (1984), «The capital structure puzzle». *Journal of Finance*, vol. 39, jul.

PADOVEZE, C. L. (2000), **Contabilidade Gerencial: Um Enfoque em Sistemas de Informação Contábil**. 3.ª ed., Atlas, São Paulo.

PADOVEZE, C. L. e BENEDICTO, G. C. de (2004), **Análise das Demonstrações Financeiras**. Pioneira Thomson Learning, São Paulo.

RAJAN, R. G. e ZINGALES, L. (1995), «What do we know about capital structure? Some evidence from international data». *Journal of Finance*, vol. 50, n.º 5, dec.

REIS, A. C. de R. (2003), **Demonstrações Contábeis: Estrutura e Análise**. Saraiva, São Paulo.

SANTOS, J. O. dos (2006), «A contribuição da determinação do valor da empresa e do EVA no processo de análise de crédito». *Revista de Gestão USP*, vol. 13, n.º 3, jul./set., pp. 41-55.

SILVA, J. P. da (2001), **Análise Financeira das Empresas**. 5.ª ed., Atlas, São Paulo.

TAM LINHAS AÉREAS (2010), Disponível em <http://www.tam.com.br>. Acesso em 02/09/2010.

TITMAN, S. e WESSELS, R. (1998), «The determinants of capital structure choice». *Journal of Finance*, vol. 43, n.º 1, março.