



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Ana Clara Lourenço Operti Soares

RENTABILIDADE, LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO: UMA ANÁLISE PRÉ E PÓS
PRIVATIZAÇÃO DE 10 EMPRESAS DO PLANO NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

Rio de Janeiro
2023

Ana Clara Lourenço Operti Soares

**RENTABILIDADE, LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO: UMA ANÁLISE PRÉ E PÓS
PRIVATIZAÇÃO DE 10 EMPRESAS DO PLANO NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO**

Trabalho de conclusão de curso à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis

Orientador: Prof. Dr. André Luiz Bufoni

Rio de Janeiro

2023

Ficha catalografica

Ana Clara Lourenço Operti Soares

RENTABILIDADE, LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO: UMA ANÁLISE PRÉ E PÓS
PRIVATIZAÇÃO DE 10 EMPRESAS DO PLANO NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis.

Rio de Janeiro, 13 de Julho de 2023.

Prof. Dr. André Luiz Bufoni - Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Avaliador 1
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Avaliador 2
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Dedico esse trabalho aos meus avós, eles que são
o pilar de tudo que tenho (e sou).

AGRADECIMENTOS

Por um certo tempo eu achei que esse dia nunca chegaria. Sair da Engenharia tenha sido talvez a decisão mais difícil que eu tenha tomado até agora. As dúvidas vinham. Desistir assim? O que vão pensar? O que minha família vai achar disso? E se eu também não me encontrar nas Ciências Contábeis?

Eu lembro perfeitamente do dia que, apoiada pela minha mãe, tive coragem de contar para o meu avô que eu estava saindo da Escola Politécnica. Ele que talvez tenha sido a pessoa mais entusiasmada por eu estar pisando no Fundão, local que fez parte da vida dele como professor universitário. Foi ele quem me levou para fazer minha matrícula. Ele que sempre me perguntava sobre o que eu estava aprendendo. E ele me disse apenas “eu sempre achei que você não tinha muito a ver com engenharia”. E de repente um peso enorme foi embora, a vida ficou leve.

Então eu não poderia, ao fim dessa jornada aqui na FACC, deixar de agradecer, principalmente, aos meus avós e meus pais por SEMPRE terem me apoiado, mesmo quando eu duvidei. Independentemente do tempo que eu levei para me encontrar aqui hoje, o que me permitiu seguir foi saber que eu sempre teria o amparo e o afeto daqueles que compartilham comigo um amor que vem de séculos e vencerá a eternidade. Agradecer também à minha irmã, que sempre foi minha melhor amiga, dividimos as roupas, os amigos e os segredos com uma conexão de gêmeas (que não somos). Aos meus tios pelas comilanças, viagens com os cachorros e vídeos assistidos no youtube, a garantia de diversão.

Ao Mateus, sou muito grata pelo que construímos ao longo desses anos. Uma família, um lar. Um amor leve e incondicional. Um porto seguro quando tudo em volta era caos. O incentivador diário que me deu a coragem para enfrentar qualquer desafio.

Aos meus sogros pelos cafêzinhos e bolo enquanto eu estava em reunião, pelos lambruscos, receitas de pães e jogos na pandemia.

À todos os amigos que fiz durante essa caminhada, desde o dia 1º de abril de 2013 quando pisei no Fundão para a minha primeira aula da faculdade até o último dia na Praia Vermelha. Eu não teria sobrevivido à essa jornada exaustiva sozinha. Foram muitas noites viradas, grupos de estudos, nervosismo pré prova, mas também foi companheirismo, colo nos dias de choro e conquistas compartilhadas.

Sem essa REDE DE APOIO eu não estaria aqui. Muito obrigada!

RESUMO

Este trabalho analisa a rentabilidade, liquidez e endividamento de 10 empresas estatais privatizadas dentro do Plano Nacional de Desestatização (PND) durante os governos Collor, Itamar, FHC e Lula. Os indicadores utilizados foram (i) EBITDA, (ii) Capital de Giro e (iii) Dívida Total Líquida, por serem um norteador de potencial geração de caixa das atividades operacionais da companhia, bem como instrumento de medir a capacidade de arcar com as suas obrigações e o grau de alavancagem, sendo possível avaliar a situação econômico-financeira da empresa globalmente. O objetivo desse trabalho é traçar a tendência de flutuação desses indicadores pré e pós transação, no intuito de entender o impacto da privatização no desempenho das empresas. Foram utilizados os dados de EBITDA, Capital de Giro e Dívida Total Líquida provenientes da plataforma Economatica® para os 5 anos anteriores e 5 anos posteriores ao evento da desestatização. Os dados foram corrigidos pelo IPCA e plotados em um gráfico de dispersão e, através da regressão linear, foi identificada a linha de tendência de cada indicador. Foi observada melhora em todos indicadores, o que, consequentemente, demonstrou melhora na situação econômico-financeira das empresas avaliadas.

Palavras-chave: EBITDA, LAJIDA, Rentabilidade, Capital de Giro, Liquidez, Dívida, Endividamento, Desestatização, Privatização, PND.

ABSTRACT

This paper analyzes the profitability, liquidity and indebtedness of 10 state-owned companies that were privatized under the National Privatization Program (PND) during the Collor, Itamar, FHC[–]and Lula governments. The indicators used were (i) EBITDA, (ii) working capital, and (iii) net debt, as they are a guide to the potential cash generation of the company's operational activities, as well as instruments for measuring the ability to pay its obligations, making it possible to evaluate the company's financial situation. The objective of this work is to trace the fluctuation trend of these indicators before and after the transaction, in order to understand the impact of privatization on the performance of the companies. The data for EBITDA, working capital, and net total debt were obtained from the Economatica® platform for the 5 years prior to and 5 years after the privatization event. The data were adjusted for inflation (corrected by the IPCA index) and plotted on a scatter chart, and the trend line for each indicator was identified through linear regression. Improvement was observed in all indicators, which consequently demonstrated an improvement in the economic-financial situation of the evaluated companies.

Keywords: EBITDA, Profitability, Working Capital, Liquidity, Debt, Indebtedness, Privatization, PND.

LISTA DE TABELAS

<u>Tabela 1: Resultado de vendas por setor – 1990-2015</u>	14
<u>Tabela 2: Demonstração do resultado do exercício</u>	15
<u>Tabela 3: Abordagem bottom-up para cálculo do EBITDA</u>	15
<u>Tabela 4: Abordagem top-bottom para cálculo do EBITDA</u>	16
<u>Tabela 5: Empresas analisadas</u>	20
<u>Tabela 6: Mapeamento da plataforma Economatica®</u>	21
<u>Tabela 7: Período abrangido, por empresa</u>	21
<u>Tabela 8: Tabela de indicadores – CSN</u>	22
<u>Tabela 9: Tabela de indicadores - COSIPA</u>	23
<u>Tabela 10: Tabela de indicadores - OXITENO</u>	23
<u>Tabela 11: Tabela de indicadores - POLITENO</u>	23
<u>Tabela 12: Tabela de indicadores - POLIALDEN</u>	24
<u>Tabela 13: Tabela de indicadores - EMBRAER</u>	24
<u>Tabela 14: Tabela de indicadores - POLIPROPILENO</u>	25
<u>Tabela 15: Tabela de indicadores - LIGHT</u>	25
<u>Tabela 16: Tabela de indicadores - VALE</u>	25
<u>Tabela 17: Tabela de indicadores - PETROBRAS</u>	26

LISTA DE FIGURAS

<u>Figura 1 – Tendência indicadores – CSN</u>	26
<u>Figura 2 - Tendência indicadores – COSIPA</u>	26
<u>Figura 3 - Tendência indicadores - OXITENO</u>	27
<u>Figura 4 - Tendência indicadores - POLITENO</u>	27
<u>Figura 5 - Tendência indicadores - POLIALDEN</u>	27
<u>Figura 6 - Tendência indicadores - EMBRAER</u>	28
<u>Figura 7 - Tendência indicadores - POLIPROPILENO</u>	28
<u>Figura 8 - Tendência indicadores - LIGHT</u>	28
<u>Figura 9 - Tendência indicadores - VALE</u>	29
<u>Figura 10 - Tendência indicadores - PETROBRAS</u>	29
<u>Figura 31 - Dívida Total Líquida combinada</u>	30
<u>Figura 32 - Capital de Giro combinado</u>	30
<u>Figura 33 - EBITDA combinado</u>	30

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	OBJETIVOS	12
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	13
2.1	PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO (PND)	13
2.2	PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO	14
2.3	EBITDA	15
2.4	CAPITAL DE GIRO	16
2.5	DÍVIDA TOTAL LÍQUIDA	17
2.6	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA	17
2.7	ESTUDOS ANTERIORES	18
3	METODOLOGIA	19
3.1	DEFINIÇÃO DA AMOSTRA	20
4	ANÁLISE DOS DADOS	21
4.1	RESULTADOS	26
4.1.1	Individual	26
4.1.2	Combinado	29
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	31
	REFERÊNCIAS	33

1 INTRODUÇÃO

Criado em 12 de abril de 1990, por meio da aprovação da lei 8.031, o Plano Nacional de Desestatização (PND) foi instaurado por Fernando Collor de Mello, então presidente da República, no governo que marcou o início da redemocratização brasileira pós Ditadura Militar. De acordo com o Relatório de Atividades PND (BNDES, 1992), o programa tem por objetivo fazer com que a Administração pública foque nas áreas em que sua presença é essencial, como saúde e educação, concedendo à iniciativa privada a exploração das demais atividades econômicas.

Em contrapartida, o processo de estatização do setor produtivo brasileiro é fundamentado na criação de empresas pelo Estado com a intenção de serem estratégicas e exercerem monopólio, a depender da característica do setor (necessidade de regulação), mas também por serem empreendimentos de longo prazo de maturação ou para atuar em setores de pouca atratividade à iniciativa privada, em decorrência de lucros baixos ou prejuízos.

Principalmente em períodos eleitorais, a discussão acerca da privatização torna-se bastante evidente em debates econômicos e políticos. Os candidatos favoráveis fazem críticas ao grande número de estatais existentes no Brasil regulando o mercado e à destinação dos recursos governamentais escassos para mantê-las, enquanto os candidatos contrários afirmam que as privatizações ampliam a dependência externa e violam a soberania do país ao ferir a capacidade de autodeterminação.

Porém, para além das discussões políticas há também a abordagem financeira. A privatização se apresenta como possível solução ao alto endividamento e aos prejuízos acumulados de estatais cuja situação financeira necessita recuperação, que como consequências estão a dificuldade ao cumprimento de metas regulatórias, e até caducidade da concessão. Ou também como forma de redução da dívida pública através da utilização dos recursos angariados com a desestatização na amortização dessa dívida ou do repasse das dívidas da empresa para o adquirente.

O Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público (MCASP) aponta que a maioria das entidades desse setor tem o propósito de prestar serviços à sociedade e não de obter lucro. Entretanto, é importante frisar que se entende por estatal empresas em que o governo detém a totalidade (empresas públicas) ou parte (sociedades de economia mista) do capital social, sendo na última negociado por entes privados na forma de ações. De acordo com o Boletim das Participações Societárias da União de 2020, das 189 empresas em que a

União detém participação de controle (direto ou indireto) apenas 39 são públicas, o que indica presença da iniciativa privada em 74,9% das estatais. E embora a finalidade principal das estatais não seja o retorno financeiro, isso não significa que elas não apresentam resultado positivo. ([BOLETIMBNDES, 20209999](#))

1.1 OBJETIVOS

Este trabalho tem por objetivo analisar a rentabilidade, a liquidez e o endividamento das empresas, por meio dos indicadores de EBITDA, Capital de Giro e Dívida Total Líquida, de 10 empresas desestatizadas dentro do Plano Nacional de Desestatização entre os anos 1993 e 2005 com o intuito de traçar a tendência de flutuação desses indicadores pré e pós transação. O trabalho vai contemplar as seguintes empresas: CSN, COSIPA, OXITENO, POLITENO, POLIALDEN, EMBRAER, POLIPROPILENO, LIGHT, VALE e PETROBRAS, privatizadas durante os governos Collor, Itamar,~~e~~ FHC e Lula.

Os indicadores serão capturados para os cinco anos que precederam e cinco~~s~~ anos que sucederam a privatização de cada uma das empresas propostas através da plataforma Economatica®, que é uma base de dados de balanços e demonstrações de resultados de empresas brasileiras desde 1986 com dados originais publicados por essas empresas. Além disso, serão utilizados dados de entidades de setores e governos diferentes de forma a minimizar a influência de fatores externos, diluindo condições macroeconômicas ou de mercado.

Esse estudo mostra-se relevante à medida que busca entender a relação entre privatização e esses indicadores, de maneira a auxiliar nas decisões econômicas da Administração pública, uma vez que, através do levantamento de dados financeiros históricos, torna-se possível tanto analisar quantitativamente o resultado das ações tomadas como também estabelecer perspectivas futuras.

Além disso, examinar o EBITDA, o Capital de Giro e a Dívida Total Líquida antes e depois da desestatização permite reflexões sobre a gestão e geração de caixa das entidades públicas, verificando pontos cruciais no intuito de melhoria dos indicadores financeiros, assim como averiguar sua operação como capacidade de continuidade operacional. Uma análise mais profunda também possibilita levantar o que mudou nas empresas em que esses indicadores apresentaram melhora e entender o que poderia ter sido feito pelo governo com relação à gestão, de maneira a evitar a privatização como recurso para a recuperação da situação financeira.

Em geral, essas mudanças ocorrem na gestão da empresa porque a transferência de propriedade modifica a estrutura de incentivos que têm os seus administradores, o que, por sua vez, altera o seu comportamento gerencial, afetando o desempenho da empresa. (COELHO, FILHO, et al., [S.d.]).

Para isso, este trabalho está organizado em 3quatro partes, sendo elas, em ordem: Fundamentação teórica, Metodologia, Análise de dados e, por fim, as Considerações finais. A primeira traz a revisão bibliográfica do tema levantado indicando o conteúdo e a qualidade das referências utilizadas, a segunda pontua a definição de aspectos metodológicos utilizados para coleta e organização dos dados, além da definição da amostra. A terceira parte apresenta o resultado obtido através da análise desses dados. eE, por fim, - a parte de Considerações finais expõe as elucidações e limitações acerca do objetivo proposto.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Essa seção tem a finalidade de fornecer a contextualização e a base teórica do trabalho, definindo conceitos e identificando lacunas através de da revisão da literatura existente acerca do tema.

2.1 PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO (PND)

O programa foi criado seguindo o contexto mundial de globalização da economia e eliminação de barreiras à produção, com o objetivo de ser um processo de transformação pautado na descentralização, flexibilização, desburocratização e reorientação das atividades públicas, focado no desenvolvimento. (COELHO, FILHO, et al., [S.d.]). Dessa maneira, se caracteriza como um programa multifacetado que desde a sua criação passou por diferentes fases, cada uma considerando um cenário macroeconômico e objetivos estatais diversos baseados nas perspectivas políticas, sociais e financeiras do país.

Em seuum primeiro momento, no governo Collor, seu-o objetivo principal era contribuir com a modernização do parque industrial brasileiro, fase essa caracterizada como manufatureira. Foi um período marcado por privatização de empresas dos setores de siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Já-Em seguida, durante no governo Itamar, o processo de privatizações se tornou mais uma reforma de ampla sustentação política do que uma política governamental propriamente dita, devido ao pouco entusiasmo do governante por esse processo. (Siqueira, 2009).

No entanto, foi durante os dois governos FHC que o processo de privatização entrou em sua terceira etapa, O processo de privatização passa por sua terceira etapa nos dois governos FHC, e com maior qual dá mais ênfase às concessões de serviços públicos e à privatização de monopólios do setor de infra-estrutura (Matos e Oliveira, 1996). Ao contrário do que se percebeu nas fases anteriores, neste período as motivações estavam mais relacionadas com a política monetária e fiscal do governo, sendo a privatização uma das bases para efetivação do programa de estabilização da moeda.

—Entre 1990 e 2015, o PND obteve uma receita equivalente a US\$ 31,1 bilhões com a venda de empresas e alienação de participações minoritárias. Esse valor, acrescido do valor da dívida transferida ao setor privado, de cerca de US\$ 9,2 bilhões, representa um resultado total para o PND da ordem de US\$ 40,3 bilhões (BNDES, 2015).

Portanto, o programa de privatizações no Brasil buscou contribuir para a modernização e o desenvolvimento econômico do país por meio da geração de receitas e transferência de dívida ao longo do tempo, como pode ser observado na tabela abaixo, bem como serviu de estratégia política e fiscal com o intuito de estabilizar a situação social-econômica do país.

Tabela 1: Resultado de vendas por setor – 1990-2015

Setor	#	Receita	Dívida	Resultado
		de venda	transferida	total
Siderurgia	8	5.561,50	2.626,30	8.187,80
Petroquímica	27	2.698,50	1.002,70	3.701,20
Fertilizantes	5	418,20	75,30	493,50
Energia elétrica	3	3.908,20	1.669,90	5.578,10
Ferroviário	7	1.696,90	-	1.696,90
Mineração	2	5.201,80	3.558,80	8.760,60
Portuário	7	420,80	-	420,80
Financeiro	6	4.515,10	-	4.515,10
Petróleo e gás	1	4.840,30	-	4.840,30
Outros	6	623,89	268,40	892,29
Decreto 1.068		1.227,03	-	1.227,03
Total	72	31.112,22	9.201,40	40.313,62

Fonte: BNDES.

2.2 PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO

O processo é composto por 4-quatro etapas, são elas o planejamento, a estruturação do projeto, o leilão e a contratação. A primeira etapa consiste em analisar o ente público a ser

desestatizado com relação à capacidade fiscal, ao quadro jurídico, à base de ativos, entre outros, a fim de~~e~~ definir a situação econômico, financeira e legal da entidade. Já a segunda define a alternativa mais adequada de estruturação~~e~~ celebra as parcerias com os estruturadores, elabora o edital e acompanha os estudos técnicos. Na terceira etapa ocorre o road show com potenciais investidores, audiências e consultas públicas. Por fim, após definição do vencedor da licitação, na quarta há a assinatura do contrato entre o setor público e o parceiro privado, fechando a quarta fase. (BNDES, 2016).

Mais detalhadamente, a desestatização é amparada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que contrata uma consultoria previamente cadastrada para fazer a avaliação da companhia a ser privatizada, no que tange a necessidade de venda de ativos não operacionais, reavaliação de ativos, reescalonamento de dívidas, dentro outros problemas, e propõe medidas de reestruturação e métodos de venda. Também são escolhidos, através de concorrência pública, auditores independentes para acompanhar o processo. Cada processo é único e tem sua própria modelagem de venda, que normalmente se dá pelo valor econômico, ou seja, valor presente do fluxo de caixa descontado. Para a determinação do preço duas consultorias privadas são contratadas também através de concorrência pública, e caso não haja consenso entre as avaliações, uma há uma terceira contratação. Posteriormente, há o leilão e sempre que possível é intermediado pela Bolsa de Valores, de maneira a permitir o acesso há operadores em diversos pontos do país simultaneamente, através do Sistema Eletrônico de Negociação Nacional. (SAURIN, V.; PEREIRA, B. A. D [S.d.]).

Sendo assim, o processo de privatização é complexo e segue diretrizes específicas que envolvem planejamento, estruturação e preparação, bem como se dá em um ambiente regulado e fiscalizado, garantindo transparência, competitividade e equalização dos interesses envolvidos.

2.3 EBITDA

A sigla EBITDA vem do inglês Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization e é conhecida em português como LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Esse indicador é usado para medir a qualidade do resultado de uma empresa, ou seja, o desempenho financeiro. Por desconsiderar itens que não envolvem caixa, como a depreciação e a amortização, além de itens que não estão diretamente ligados à operação, como os juros (resultado financeiro) e os impostos sobre a renda, é caracterizado como um indicador de potencial caixa gerado através da própria atividade da empresa.

A tabela 2 mostra a estrutura padrão de uma DRE (demonstração do resultado do exercício), a partir da qual são tiradas as informações necessárias para o cálculo de EBITDA.

Tabela 2: Demonstração do resultado do exercício

Demonstração do resultado do exercício
Receita bruta
(-) Deduções
Receita líquida
(-) Custos
Lucro bruto
(-) Despesas
Lucro antes dos juros e impostos (EBIT)
(-) Resultado financeiro
LAIR
(-) IR e CSLL
Lucro líquido

Fonte: Elaborada pela autora (2023).

São observadas duas abordagens para calcular o EBITDA, são elas a Bottom-up (“de baixo para cima”) (tabela 3), na qual partindo-se do lucro líquido é necessário fazer a reversão dos valores de resultado não relacionados à atividade (impostos e resultado financeiro) e valores que não afetam caixa (depreciação e amortização), e a Top-bottom (“de cima para baixo”) (tabela 4) na qual apenas soma-se ao Lucro antes dos juros e impostos (EBIT), também conhecido como lucro operacional, os valores de depreciação e amortização ora contidos nos custos e despesa, de maneira a expurgá-los.

Tabela 3: Abordagem bottom-up para cálculo do EBITDA

Bottom-up ("de baixo para cima")
Lucro líquido
(+) IR e CSLL
(+) Resultado financeiro
(+) D&A
EBITDA

Fonte: Elaborada pela autora (2023).

Tabela 4: Abordagem top-bottom para cálculo do EBITDA

Top-bottom ("de cima para baixo")
Receita bruta
(-) Deduções
Receita líquida
(-) Custos
Lucro bruto
(-) Despesas
Lucro antes dos juros e impostos (EBIT)
(+) D&A
EBITDA

Fonte: Elaborada pela autora (2023).

Além disso, o EBITDA auxilia no valuation de empresas, que muitas vezes é dado por múltiplos desse indicador, e serve de apoio a processos decisórios de investimentos, tanto de gerentes quanto investidores. (HALL JEREMY, PROFESSOR, et al., [S.d.]).

Ele se mostra um indicador globalizado à medida que pode ser calculado para qualquer empresa, permitindo a comparação entre diferentes setores, de diferentes países. (DE ESPECIALIZAÇÃO, 2017).

Para este trabalho o EBITDA foi capturado pela **plataforma Economatica®**, que calcula o indicador através da abordagem top-bottom, adicionando a Depreciação e Amortização ao Lucro antes dos juros e impostos (EBIT), também definido como Lucro operacional, conforme demonstrado na fórmula abaixo.

2.4 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro de uma entidade é normalmente definido como a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. É um indicador utilizado para medir a liquidez, ou seja, a capacidade da empresa cumprir com suas obrigações de curto prazo. O ativo circulante é composto, principalmente, por caixa e equivalentes de caixa (conta corrente e aplicações), além de contas a receber e estoques. Enquanto o passivo circulante é composto, sobretudo, pela parcela de curto prazo de empréstimos e financiamentos, bem como obrigações com fornecedores.

Nesse sentido, entende-se por capital de giro os recursos demandados para manter as necessidades operacionais da companhia até o momento do recebimento dos valores oriundos da venda de mercadoria ou prestação de serviço, ou seja, os recursos de curto prazo que são aplicados no ciclo operacional. Por esse motivo, a companhia deve buscar o equilíbrio

financeiro através do lastreamento das obrigações em ativos que são convertidos em caixa com a mesma liquidez que o respectivo passivo. (FERREIRA et al., 2011)

Portanto, a gestão do capital de giro é de suma importância, à medida que a Administração da empresa é responsável por tomar decisões e monitorar o desempenho de cada componente de maneira a otimizar esse indicador, isto é, tornando a margem de diferença entre ativo e passivo maior para garantir a suficiência financeira. (PALOMBINI et al, 2012).

Para este trabalho o Capital de Giro foi capturado pela plataforma Economatica®, que calcula o indicador através da subtração do passivo circulante do ativo circulante, conforme demonstrado na fórmula abaixo.

2.5 DÍVIDA TOTAL LÍQUIDA

A dívida total líquida é normalmente definida pela diferença entre as obrigações financeiras de uma entidade e o total de caixa e equivalentes disponível. Dessa maneira, este indicador demonstra a capacidade da empresa de liquidar suas dívidas em um determinado momento, ou seja, seu grau de alavancagem.

Diz-se de uma empresa cuja dívida líquida é baixa que ela tem uma boa organização e saúde financeira, e consequentemente tem baixa dependência de recursos de terceiros.

Entender o endividamento se mostra um aspecto importante da análise da saúde de uma entidade, principalmente em economias com características peculiares como a brasileira, na qual a prática voluntária de políticas de financiamento se mostra menos favorável. (BRESSAN, DE LIMA, *et al.*, 2009 apud NAKAMURA, MARTIN E KIMURA, 2004, p.1)

Para este trabalho a Dívida Total Líquida foi capturada pela plataforma Economatica® que considera apenas os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo como obrigações. Sendo assim, o indicador é calculado pela seguinte fórmula:

2.6 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

A análise econômico-financeira é uma das inúmeras formas de se estudar a saúde financeira e operacional de uma companhia. Este tipo de análise é baseado em uma

observação holística uma vez que considera indicadores-chave como base para fornecer insights importante sobre a operação, se mostrando uma importante ferramenta para a tomada de decisões dos gestores.

Esses indicadores estão divididos em 3 categorias, sendo elas liquidez, rentabilidade e solvência, sendo cada um deles definido em uma seção própria anteriormente. Eles representam a relação entre as contas das Demonstrações Financeiras, combinadas de forma a evidenciar determinado aspecto que se deseja analisar. (NOVAES *et al.*, [S.d.] apud Matarazzo, 2010, p.147).

Como mencionado anteriormente, os índices utilizados neste trabalho serão o EBITDA, que busca analisar a rentabilidade, o Capital de Giro para avaliar a liquidez e a Dívida Total Líquida, para examinar a solvência. Dessa maneira, será possível traçar um diagnóstico robusto da situação econômico-financeira das empresas selecionadas, afim de entender os impactos da privatização nesses indicadores.

Esses três indicadores estão intrinsecamente interligados, uma vez que a gestão do capital do giro influencia diretamente no risco de insolvência ou na rentabilidade. Uma política mais agressiva aumenta o risco, o que pode afetar a rentabilidade. O gestor deve, então, procurar uma estratégia de manter o equilíbrio entre os componentes de capital de giro para assim encontrar o equilíbrio entre o endividamento e a rentabilidade. (RECH *et al.*, 2019).

2.7 ESTUDOS ANTERIORES

Da literatura nacional decidiu-se por destacar 3~~-três~~ estudos que relacionam privatização e desempenho econômico-financeiro das companhias~~-~~.

Primeiramente, NOVE et al. (2013) analisaram quatro indicadores de desempenho (Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Return on Assets (ROA) e Return on Equity (ROE)) nos dois anos antes e após a privatização de oito empresas brasileiras entre 1990 e 2005, das quais 3~~-três~~ também serão analisadas neste trabalho, são elas VALE, LIGHT e EMBRAER. Os autores concluíram que houve melhora nos indicadores, e então, no desempenho econômico das empresas após a desestatização. No entanto, ressaltaram que durante o período analisado o Brasil passou por grandes mudanças socioeconômicas, devendo-se ser tomadas as devidas precauções na análise dos resultados

obtidos pois pode haver influência de fatores macroeconômicos no desempenho das companhias.

SAURIN et al. [S.d.] também analisaram o desempenho de estatais privatizadas por meio do EVA e MVA, que são indicadores diretamente relacionados ao capital investido pela empresa. Observaram dados de 12-doze empresas para traçar a evolução desses indicadores no período entre 1990 e 1998, sendo LIGHT e EMBRAER em comum ao presente estudo. Partiram da premissa de que haveria evolução ascendente dos indicadores uma vez que, incluídas no PND, as empresas iniciaram estratégia de reestruturação interna com o objetivo de melhoria da situação econômico-financeira.Entretanto a média de cada indicador por ano de todas as empresas abrangidas no estudo não apresentou crescimento. Apenas 2-duas empresas corresponderam à premissa. Também foi indicada cautela com relação à fatores macroeconômicos.

Por fim, em um estudo mais abrangente, Anuatti-Neto et al. (2005) contou com uma amostra de 102 empresas privatizadas, compreendendo o período de 1987 a 2000. Além disso, também foi considerada uma gama maior de indicadores, sendo 5-cinco de lucratividade, 2-dois de eficiência operacional, 3-três de investimento, 1-um de produto, 1-um de pagamento de dividendos, 2-dois financeiros e 1-um de pagamento de impostos. Destaca-se como relevante para o presente estudo o indicador de lucratividade apurado através do resultado operacional e receita líquida (margem operacional), bem como o financeiro representado pela razão entre ativo e passivo correntes. Os resultados obtidos indicaram que houve aumento da lucratividade, além de melhora de eficiência operacional. Além disso, notou-se que o estrutura financeira das empresas sofreu alterações positivas após a retirada de suporte financeiro do Estado, com aumento de liquidez e redução do endividamento de longo prazo.

Não foram identificados estudos que abordassem conjuntamente os indicadores definidos neste trabalho que são os comumente calculados durante as diligências contratadas para transações de fusões e aquisições para avaliar a situação global da entidade a ser adquirida. Por esse motivo, este trabalho visa analisar o processo de privatização sob a perspectiva desses indicadores.

É importante ressaltar que todos os estudos citados não também não contaram com as privatizações do setor financeiro, já que essas companhias apresentam padrões específicos e particularidade de operação, não sendo factível a comparação com empresas dos outros setores.

3 METODOLOGIA

Os procedimentos metodológicos são compostos por diferentes tipos de estruturas para investigação. Essas estruturas recebem o nome de delineamentos e ajustam os planos com o objetivo de obter a resposta do problema em questão (BEUREN, 2004). De acordo com Beuren (2004, p.79, apud SANTOS, 1999) os delineamentos de pesquisa podem ser agrupados quanto ao objetivo, quanto aos procedimentos de coleta e quanto às fontes de informação. O presente trabalho enquadra-se, quanto ao objetivo, como uma pesquisa descritiva, uma vez que tem como intuito descrever as características das empresas analisadas (BEUREN, 2004, p.81, apud GIL, 1999) pré e pós desestatização com relação à sua rentabilidade, liquidez e dívida. Quanto às fontes de informação é uma pesquisa bibliográfica ao buscar a resposta da hipótese levantada através do recolhimento informações e conhecimentos prévios (BEUREN, 2004, p.86, apud CERVO E BERVIAN, 1983, p.55). E por fim, quanto ao procedimento de coleta caracteriza-se como documental por ter como base os índices financeiros publicados pelas empresas analisadas obtidos através da plataforma Economatica®.

3.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Para a elaboração deste estudo foram analisadas ~~10-dez~~ empresas privatizadas dentro do PND, entre 1993 e 2000. A definição dessa amostra se deu como descrito a seguir.

Através dos Relatórios Anuais de Atividades do PND de 1992 a 2015 disponibilizados no site do BNDES foram mapeadas todas as privatizações que ocorreram nesse período.

A lista com ~~tod~~^o as as empresas está disposta na tabela 5 abaixo.

Tabela 5: Empresas analisadas

Mapeamento de todas as privatizações, por ano de privatização					
Setor	Ano	Setor	Ano	Setor	Ano
Siderurgia		Petroquímica (cont.)		Financeiro	
USIMINAS	1991	COPESUL	1992/1994	Meridional	1997
COSINOR	1991	NITRIFLEX	1992	Banespa	2000
AÇOS FINOS PIRATINI	1992	POLISUL	1992	BEA	2002
CST	1992	PPH	1992	BEG	2001
ACESITA	1992	CBE	1992	BEM	2004
CSN	1993	POLIOLEFINAS	1993	BEC	2005
COSIPA	1993	DETEN	1996	Ferroviário	
AÇOMINAS	1993	OXITENO	1993	RFFSA	1996
Fertilizantes		PQU	1994	FEPASA/malha paulista	1998
ARAFÉRTIL	1994	COPENE	1995	Não identificado	Sem data
ULTRFÉRTIL	1993	SALGEMA	1995	Não identificado	Sem data
GOIASFÉRTIL	1992	CPC	1995	Não identificado	Sem data
FOSFÉRTIL	1992	POLIPROPILENO	1996	Não identificado	Sem data
INDAG	1992	ÁLCALIS	1992	Não identificado	Sem data
Energia elétrica		PRONOR	1995	Portuário	
LIGHT	1996	POLITENO	1994	CODESP	1997
ESCELSEA	1995/1997	NITROCARBONO	1995	CODESA	1998
GERASUL	1998	COPERBO	1994	CDRJ	1998
Mineração		CIQUINE	1994	CODEBA/Porto de salvador	1999
CVRD - Cia. Vale do Rio Doce	1997	POLIALDEN	1994	Não identificado	Sem data
Caraíba	1994	ACRINOR	1994	Não identificado	Sem data
Petróleo e Gás		KOPPOL	1996	Não identificado	Sem data
Petrobras	2000 (ON) 2001 (PN)	CQR	1995	Outros	
Datamec.	1999	CBP	1995	Embraer	1994
Petroquímica		POLIBRASIL	1996	Mafersa	1991
PETROFLEX	1992	EDN	1996	Celma	1991
		EDN	1996	SNBP	1992
				IRB	2015

Fonte: BNDES.

Para todas essas empresas foram buscados na plataforma Economatica® os indicadores para os 5-cinco anos anteriores e 5-cinco anos após a desestatização. Um total de 42-doze empresas apresentaram dados para todos os períodos.

A lista com as empresas, o ano de privatização, setor e ticket está disposta na tabela 6 abaixo.

Tabela 6: Mapeamento da plataforma Economatica®

Mapeamento da plataforma Economatica				
Empresa	Ano	Setor	Ticket	
CSN	1993	Siderúrgico	CSNA3	
COSIPA	1993	Siderúrgico	CSPC3	
OXITENO	1993	Químico e Petroquímico	OXIT4	
POLITENO	1994	Químico e Petroquímico	PLTO3	
POLIALDEN	1994	Químico e Petroquímico	PLDN3	
EMBRAER	1994	Outros	EMBR3	
POLIPROPILENO	1996	Químico e Petroquímico	POPR3	
LIGHT	1996	Elétrico	LIGT3	
VALE	1997	Mineração	VALE3	
PETROBRAS	2000	Petróleo e gás	PETR3	
BANESPA	2000	Financeiro	BESP3	
BEC	2005	Financeiro	BECE3	

Fonte: Economatica®

Foram excluídos os bancos, por não apresentarem EBITDA.

Dessa forma, restaram 10-dez empresas, conforme apresentado na tabela abaixo com base no ano de privatização e os anos anteriores e posteriores.

Tabela 7: Período abrangido, por empresa

Período abrangido, por empresa																		
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CSN						x												
COSIPA						x												
OXITENO						x												
POLITENO							x											
POLIALDEN							x											
EMBRAER							x											
POLIPROPILENO								x										
LIGHT								x										
VALE									x									
PETROBRAS										x								

Fonte: Elaborada pela autora (2023).

A diversificação temporal e de setores tem por objetivo reduzir as interferências dos respectivos contextos históricos e de mercado e, de maneira a delimitar, na medida do possível, o próprio desempenho operacional como fator predominante de influência no EBITDA, Capital de Giro e na Dívida Total Líquida.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Os dados de todas as empresas, obtidos através da plataforma Economatica®, foram tratados de maneira a se tornarem comparáveis. Para isso, os saldos foram corrigidos pela inflação, utilizando o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) divulgado pelo IBGE, trazidos a valor presente para a data base de Maio de 2023. Dessa forma, o valor corrigido foi calculado utilizando a tabela de série histórica com os respectivos números-

índice disponibilizada pelo IBGE, que permite determinar o fator de correção através da divisão do número-índice do mês da data base pelo número-índice do mês anterior ao mês inicial, que resultará na variação acumulada do IPCA do período desejado. O saldo que se deseja corrigir deve, então, ser multiplicado por esse fator de correção, para se obter o valor corrigido. Então, por exemplo, para uma correção na qual o mês inicial é Dezembro de 1988 e a data base desejada é Março de 2023, serão capturados da tabela histórica os números-índice de Novembro de 1988 e Março de 2023. Para então multiplicar o saldo de Dezembro de 1988 pelo fator de correção encontrado. Além disso, os saldos corrigidos estão apresentados em milhões de reais (R\$'m) para melhor visualização. É importante ressaltar que os saldos aqui utilizados referem-se aos montantes individuais, relativos apenas a entidade controladora, não sendo considerados os consolidados.

Os saldos provenientes da plataforma Economatica® (valores originais), bem como os valores corrigidos estão apresentados nas tabelas abaixo.

Tabela 8: Tabela de indicadores – CSN

Tabela de indicadores - CSN							
Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)			
	Divida Total	Capital de Liquida	Capital de Giro	EBITDA	Divida Total	Capital de Liquida	Giro
31/12/1988	442	(184)	(002)		24.342	(10.152)	(137)
31/12/1989	6.441	(3.570)	086		20.141	(11.164)	269
31/12/1990	86.651	(58.946)	16.522		12.308	(8.373)	2.347
31/12/1991	393.264	(253.946)	87.897		10.188	(6.579)	2.277
31/12/1992	2.005.545	845.846	1.451.871		4.315	1.820	3.123
31/12/1993	56.195.685	36.732.823	46.171.775		5.125	3.350	4.211
31/12/1994	336.095.000	486.703.000	466.301.000		2.242	3.246	3.110
31/12/1995	532.656.000	704.780.000	565.579.000		2.898	3.834	3.077
31/12/1996	929.123.000	930.983.000	517.352.000		4.564	4.573	2.541
31/12/1997	1.187.528.000	1.401.772.000	724.937.000		5.542	6.541	3.383
31/12/1998	1.402.433.000	1.139.808.000	738.716.000		6.432	5.227	3.388

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023)

Tabela 9: Tabela de indicadores - COSIPA

Tabela de indicadores - COSIPA

Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)		
	Divida Total		EBITDA	Divida Total	Capital de Giro	EBITDA
	Liquida	Capital de Giro				
31/12/1988	344	(083)	(016)	18.941	(4.590)	(854)
31/12/1989	5.247	(1.514)	128	16.407	(4.733)	400
31/12/1990	80.622	(53.290)	(8.616)	11.452	(7.569)	(1.224)
31/12/1991	115.106.962	(103.273.234)	(1.121.116)	2.981.956	(2.675.392)	(29.044)
31/12/1992	105.942.730	(128.052.791)	575.167	227.914	(275.480)	1.237
31/12/1993	23.078.821	(27.730.786)	(46.802.299)	2.105	(2.529)	(4.269)
31/12/1994	96.646.000	(71.206.000)	134.078.000	645	(475)	894
31/12/1995	208.792.000	(165.624.000)	251.686.000	1.136	(901)	1.369
31/12/1996	330.700.000	(486.400.000)	147.300.000	1.624	(2.389)	724
31/12/1997	781.543.000	(800.584.000)	224.692.000	3.647	(3.736)	1.049
31/12/1998	1.234.585.000	(1.058.158.000)	91.918.000	5.662	(4.853)	422

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 10: Tabela de indicadores - OXITENO

Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)		
	Divida Total		EBITDA	Divida Total	Capital de Giro	EBITDA
	Liquida	Giro				
31/12/1988	001	001	012	030	080	661
31/12/1989	017	(007)	223	052	(021)	696
31/12/1990	338	(172)	(173)	048	(024)	(025)
31/12/1991	1.426	(643)	(809)	037	(017)	(021)
31/12/1992	8.560	81.887	(70.281)	018	176	(151)
31/12/1993	(2.176.985)	3.936.044	2.533.793	(199)	359	231
31/12/1994	(10.301.000)	42.941.000	20.285.000	(069)	286	135
31/12/1995	70.591.000	(32.192.000)	25.318.000	384	(175)	138
31/12/1996	(50.238.000)	88.635.000	29.234.000	(247)	435	144
31/12/1997	(37.185.000)	97.548.000	39.538.000	(174)	455	185
31/12/1998	(39.506.000)	111.382.000	44.350.000	(181)	511	203

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 11: Tabela de indicadores - POLITENO

Tabela de indicadores - POLITENO

Data	Valores originais (R\$)				Valores corrigidos (R\$'m)			
	Divida Total		Capital de Giro		Divida Total		Capital de Giro	
	Liquida	EBITDA	-	EBITDA	Liquida	EBITDA	-	EBITDA
31/12/1989	(023)	004	084		(070)	011	263	
31/12/1990	1.500	374	-		213	053	-	
31/12/1991	15.250	2.371	(6.637)		395	061	(172)	
31/12/1992	235.343	(29.745)	65.913		506	(064)	142	
31/12/1993	5.558.908	(2.129.356)	(1.670.053)		507	(194)	(152)	
31/12/1994	65.685.000	(34.375.000)	27.286.000		438	(229)	182	
31/12/1995	49.709.000	(32.783.000)	30.690.000		270	(178)	167	
31/12/1996	35.410.000	(3.516.000)	30.163.000		174	(017)	148	
31/12/1997	47.540.000	23.238.000	62.388.000		222	108	291	
31/12/1998	12.935.000	70.881.000	78.542.000		059	325	360	
31/12/1999	17.751.000	98.217.000	121.676.000		075	415	514	

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 12: Tabela de indicadores - POLIALDEN

Data	Valores originais (R\$)				Valores corrigidos (R\$'m)			
	Divida Total		Capital de Giro		Divida Total		Capital de Giro	
	Liquida	EBITDA	-	EBITDA	Liquida	EBITDA	-	EBITDA
31/12/1989	(004)	002	167		(012)	006	522	
31/12/1990	119	071	1.048		017	010	149	
31/12/1991	1.230	1.941	(2.179)		032	050	(056)	
31/12/1992	25.031	(36.628)	(3.222)		054	(079)	(007)	
31/12/1993	574.170	250.297	1.354.211		052	023	124	
31/12/1994	9.097.000	4.392.000	15.559.000		061	029	104	
31/12/1995	(4.452.000)	11.936.000	22.973.000		(024)	065	125	
31/12/1996	(11.474.000)	18.205.000	15.432.000		(056)	089	076	
31/12/1997	204.000	30.607.000	9.872.000		001	143	046	
31/12/1998	2.580.000	17.986.000	17.143.000		012	082	079	
31/12/1999	(12.770.000)	55.509.000	56.572.000		(054)	234	239	

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 13: Tabela de indicadores - EMBRAER

Tabela de indicadores - EMBRAER

Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)		
	Divida Total	Capital de Giro	EBITDA	Divida Total	Capital de Giro	EBITDA
Liquida				Liquida		
31/12/1989	1.949	186	808	6.093	582	2.528
31/12/1990	35.649	(19.748)	(4.992)	5.064	(2.805)	(709)
31/12/1991	287.797	28.976	-	7.456	751	-
31/12/1992	3.648.110	(811.519)	-	7.848	(1.746)	-
31/12/1993	83.040.459	(34.359.097)	(3.071.116)	7.574	(3.134)	(280)
31/12/1994	224.531.000	(141.907.000)	(197.455.000)	1.498	(946)	(1.317)
31/12/1995	242.672.000	(138.952.000)	(139.600.000)	1.320	(756)	(759)
31/12/1996	416.489.000	(170.261.000)	104.704.000	2.046	(836)	514
31/12/1997	303.186.000	(204.813.000)	58.779.000	1.415	(956)	274
31/12/1998	528.929.000	(240.754.000)	290.835.000	2.426	(1.104)	1.334
31/12/1999	751.971.000	35.522.000	706.308.000	3.174	150	2.981

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 14: Tabela de indicadores - POLIPROPILENO

Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)		
	Divida Total	Capital de Giro	EBITDA	Divida Total	Capital de Giro	EBITDA
Liquida				Liquida		
31/12/1991	1.556	(1.267)	(5.784)	040	(033)	(150)
31/12/1992	972	(1.104)	(74.687)	002	(002)	(161)
31/12/1993	79.141	(80.537)	-	007	(007)	-
31/12/1994	1.689.000	(1.774.000)	3.846.000	011	(012)	026
31/12/1995	4.321.000	(4.359.000)	2.835.000	024	(024)	015
31/12/1996	8.032.000	(8.066.000)	13.885.000	039	(040)	068
31/12/1997	(75.000)	2.142.000	(11.562.000)	(000)	010	(054)
31/12/1998	-	(1.123.000)	6.790.000	-	(005)	031
31/12/1999	-	(3.571.000)	-	-	(015)	-
31/12/2000	-	(3.879.000)	-	-	(015)	-
31/12/2001	-	(4.943.000)	-	-	(018)	-

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 15: Tabela de indicadores - LIGHT

Tabela de indicadores - LIGHT

Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)		
	Divida Total		EBITDA	Divida Total	Capital de	EBITDA
	Liquida	Giro		Liquida	Giro	
31/12/1991	582.376	(123.389)	(24.998)	15.087	(3.197)	(648)
31/12/1992	6.807.076	(1.801.705)	(1.453.473)	14.644	(3.876)	(3.127)
31/12/1993	65.453.899	20.749.456	(27.326.585)	5.970	1.893	(2.492)
31/12/1994	525.280.000	377.269.000	267.124.000	3.503	2.516	1.782
31/12/1995	531.919.000	579.472.000	114.975.000	2.894	3.153	626
31/12/1996	159.904.000	2.796.000	250.405.000	785	014	1.230
31/12/1997	341.532.000	14.074.000	540.957.000	1.594	066	2.524
31/12/1998	2.882.474.000	(429.055.000)	583.511.000	13.219	(1.968)	2.676
31/12/1999	5.250.459.000	(611.174.000)	663.154.000	22.162	(2.580)	2.799
31/12/2000	5.427.107.000	(1.018.682.000)	822.697.000	21.614	(4.057)	3.276
31/12/2001	5.755.609.000	(646.295.000)	1.074.588.000	21.302	(2.392)	3.977

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 16: Tabela de indicadores - VALE

Data	Valores originais (R\$)			Valores corrigidos (R\$'m)		
	Divida Total		EBITDA	Divida Total	Capital de	EBITDA
	Liquida	Giro		Liquida	Giro	
31/12/1992	4.945.364	944.965	2.122.468	10.639	2.033	4.566
31/12/1993	97.624.727	26.757.091	50.255.273	8.904	2.440	4.584
31/12/1994	696.196.000	147.657.000	827.018.000	4.643	985	5.516
31/12/1995	1.377.874.000	199.841.000	897.784.000	7.496	1.087	4.884
31/12/1996	1.727.473.000	381.920.000	913.609.000	8.486	1.876	4.488
31/12/1997	1.149.000.000	599.000.000	996.000.000	5.362	2.795	4.648
31/12/1998	1.425.571.000	673.583.000	1.250.068.000	6.538	3.089	5.733
31/12/1999	1.592.369.000	807.476.000	1.984.936.000	6.721	3.408	8.378
31/12/2000	1.999.352.000	822.230.000	2.605.303.000	7.963	3.275	10.376
31/12/2001	3.994.543.000	367.223.000	4.129.876.000	14.784	1.359	15.285
31/12/2002	6.029.731.000	127.856.000	5.130.601.000	20.117	427	17.117

Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

Tabela 17: Tabela de indicadores - PETROBRAS

Tabela de indicadores - PETROBRAS

Data	Valores originais (R\$)				Valores corrigidos (R\$'m)			
	Dívida Total Liquida	Capital de Giro	EBITDA	Dívida Total Liquida	Capital de Giro	EBITDA		
31/12/1995	4.654.230.000	(1.501.655.000)	2.025.506.000	25.321	(8.170)	11.020		
31/12/1996	6.931.484.000	(3.647.472.000)	2.346.107.000	34.049	(17.917)	11.525		
31/12/1997	8.500.776.000	(4.118.039.000)	3.586.121.000	39.669	(19.217)	16.735		
31/12/1998	8.331.300.000	(3.628.145.000)	2.975.523.000	38.207	(16.639)	13.646		
31/12/1999	10.032.516.000	(7.407.106.000)	6.115.827.000	42.347	(31.265)	25.815		
31/12/2000	2.394.941.000	(1.709.202.000)	16.766.949.000	9.538	(6.807)	66.776		
31/12/2001	(7.458.732.000)	1.929.022.000	14.982.658.000	(27.605)	7.139	55.451		
31/12/2002	4.074.580.000	(10.593.604.000)	15.177.834.000	13.594	(35.343)	50.637		
31/12/2003	(8.968.671.000)	(4.295.051.000)	27.799.578.000	(26.952)	(12.907)	83.542		
31/12/2004	(1.680.930.000)	(12.494.079.999)	30.128.006.000	(4.711)	(35.013)	84.429		
31/12/2005	(9.416.962.000)	(3.000.949.000)	36.947.270.000	(24.845)	(7.918)	97.480		

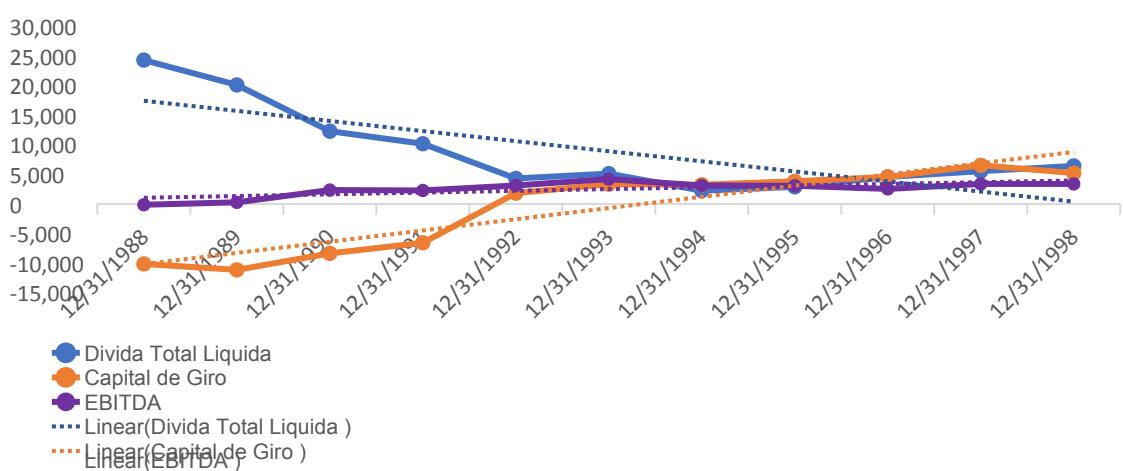
Fonte: Economatica®; Elaborado pela autora (2023).

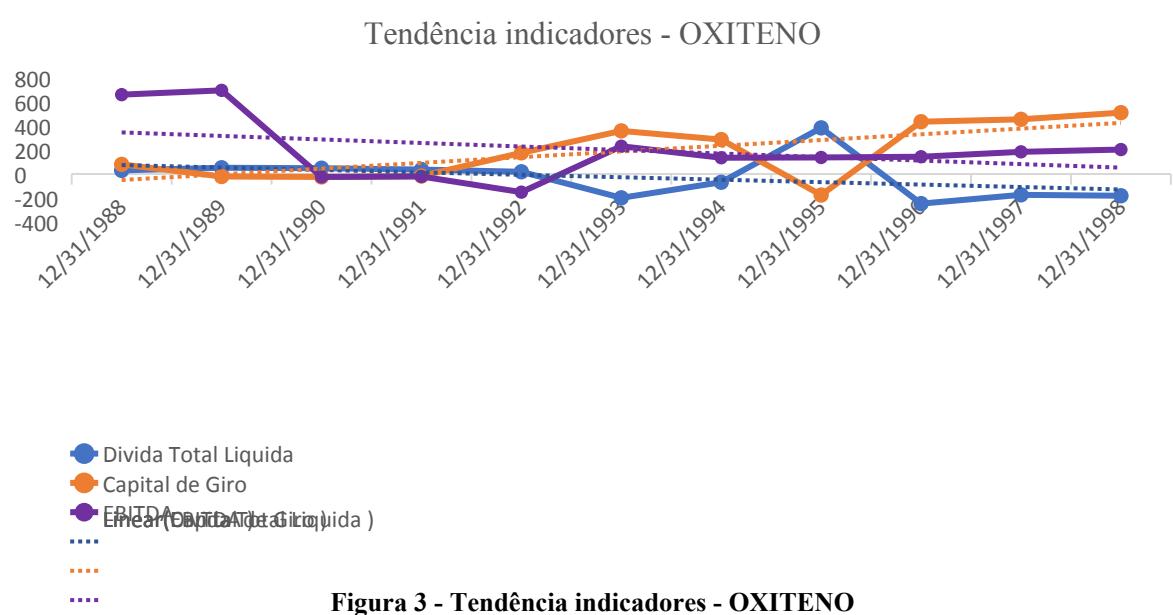
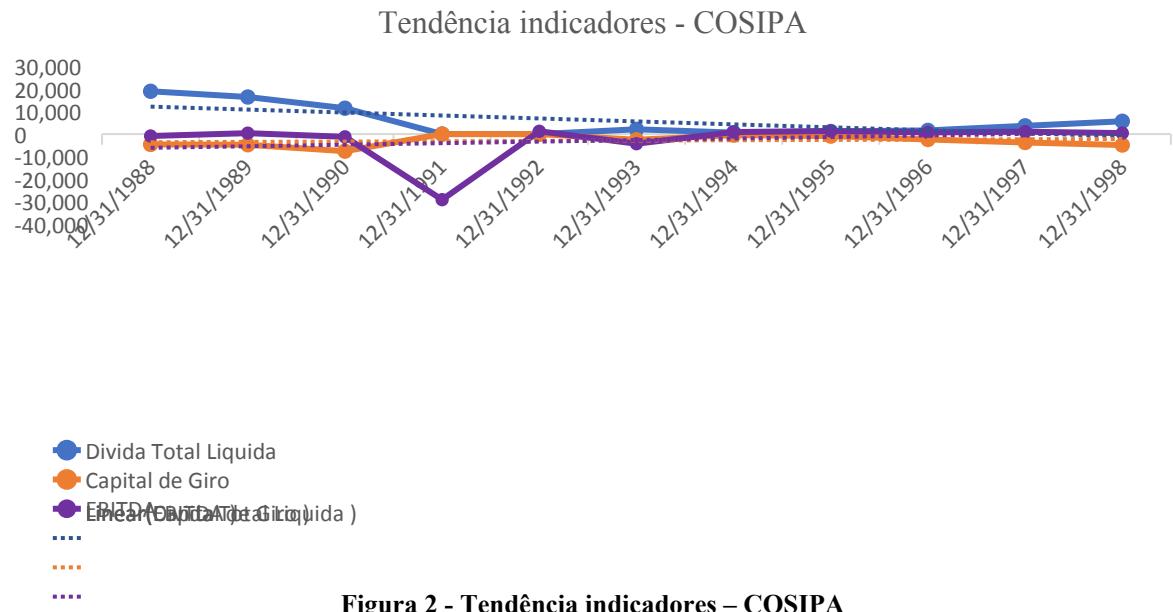
4.1 RESULTADOS

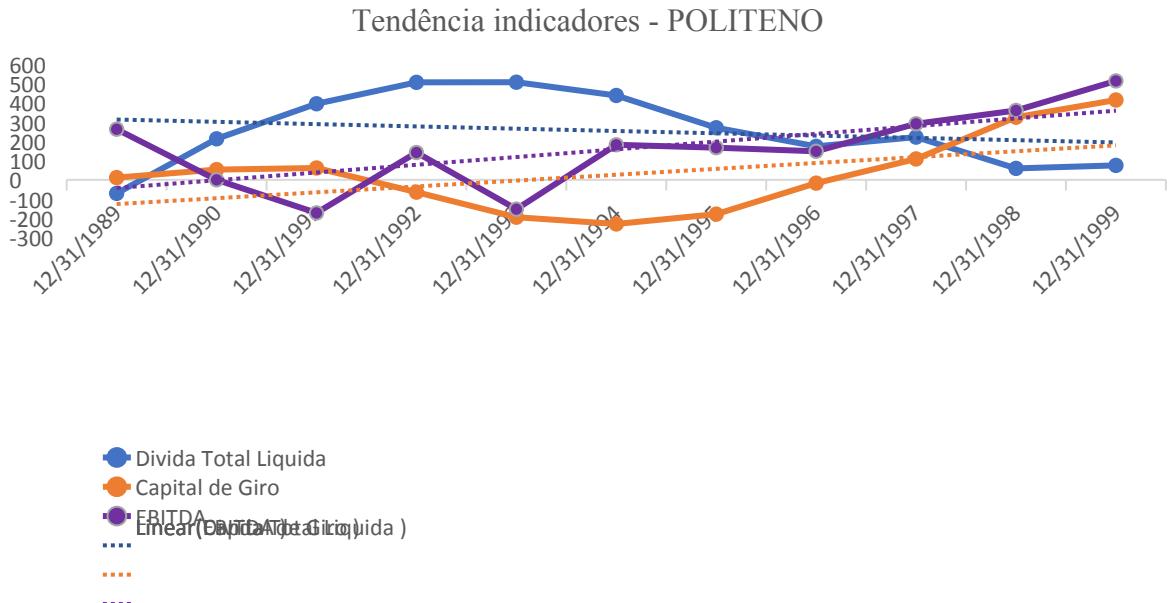
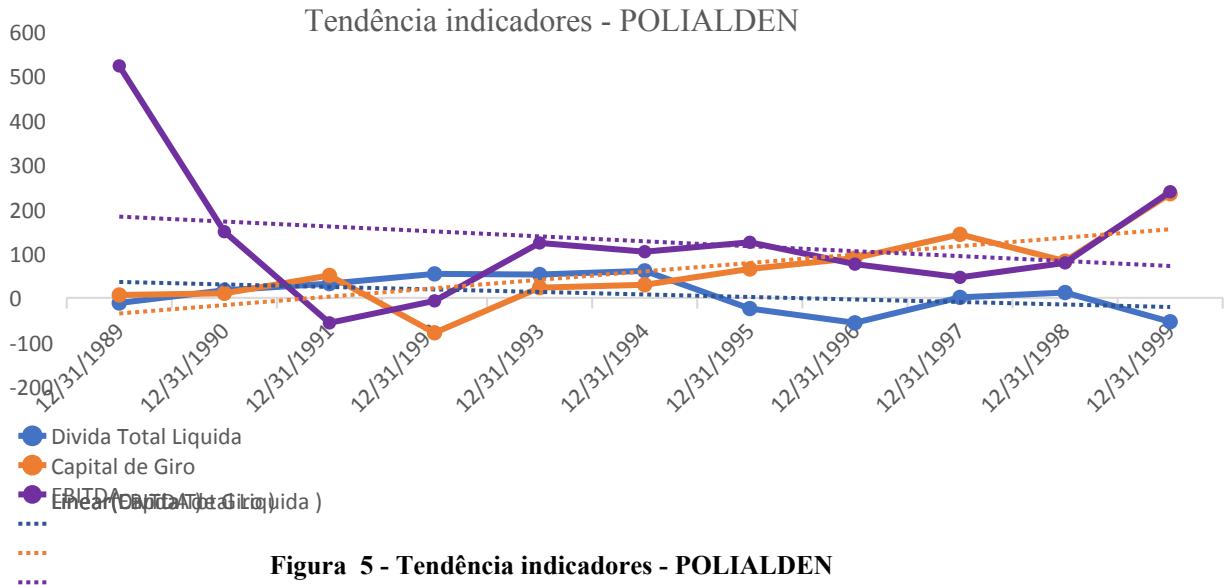
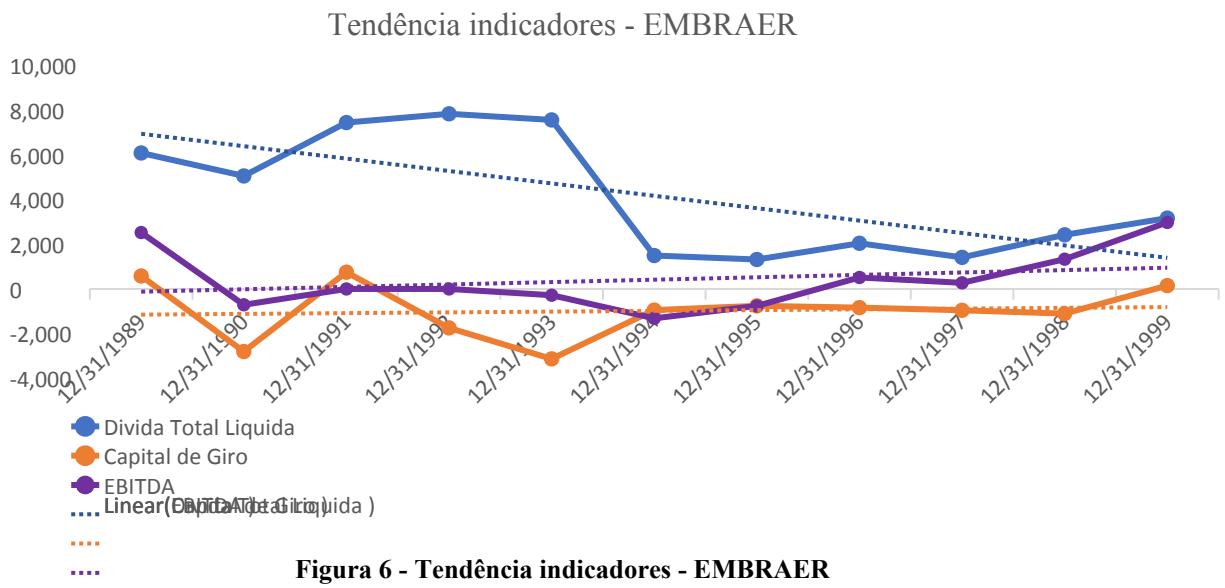
4.1.1 Individual

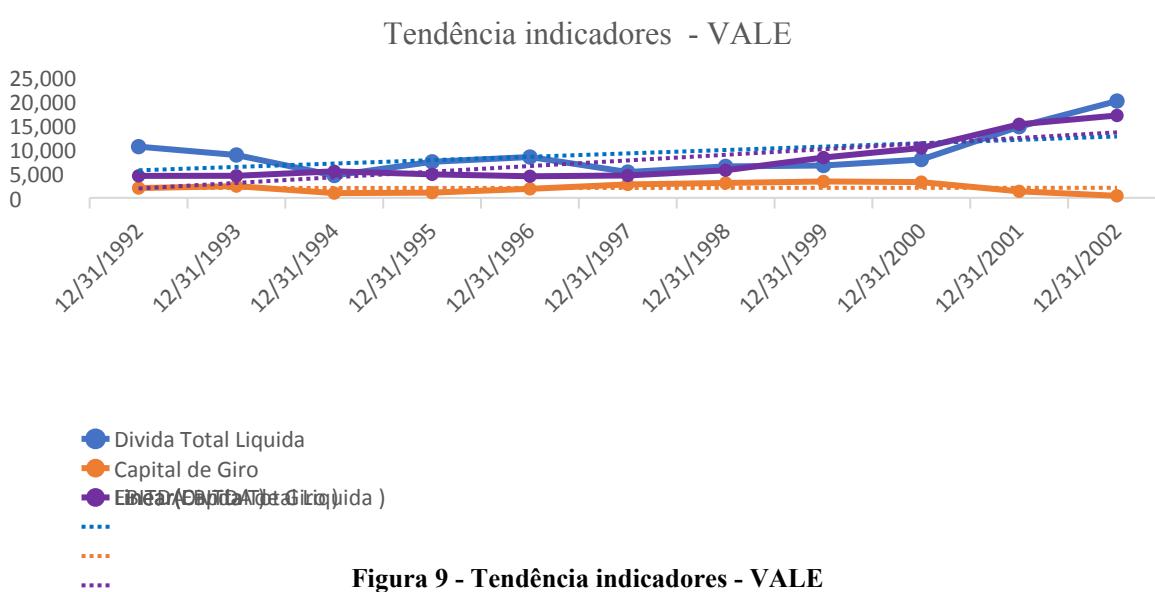
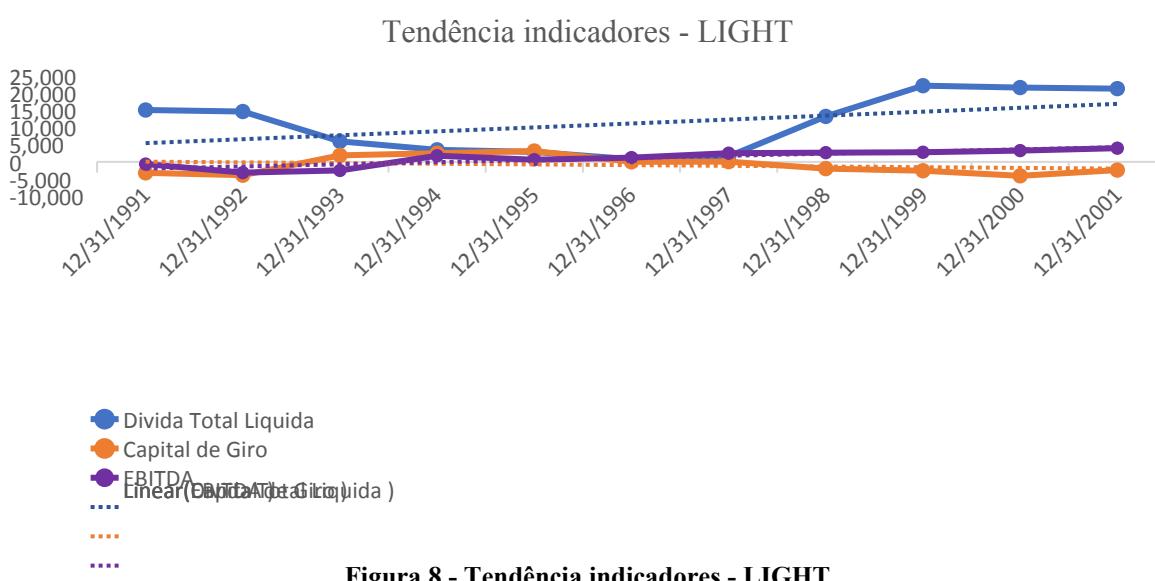
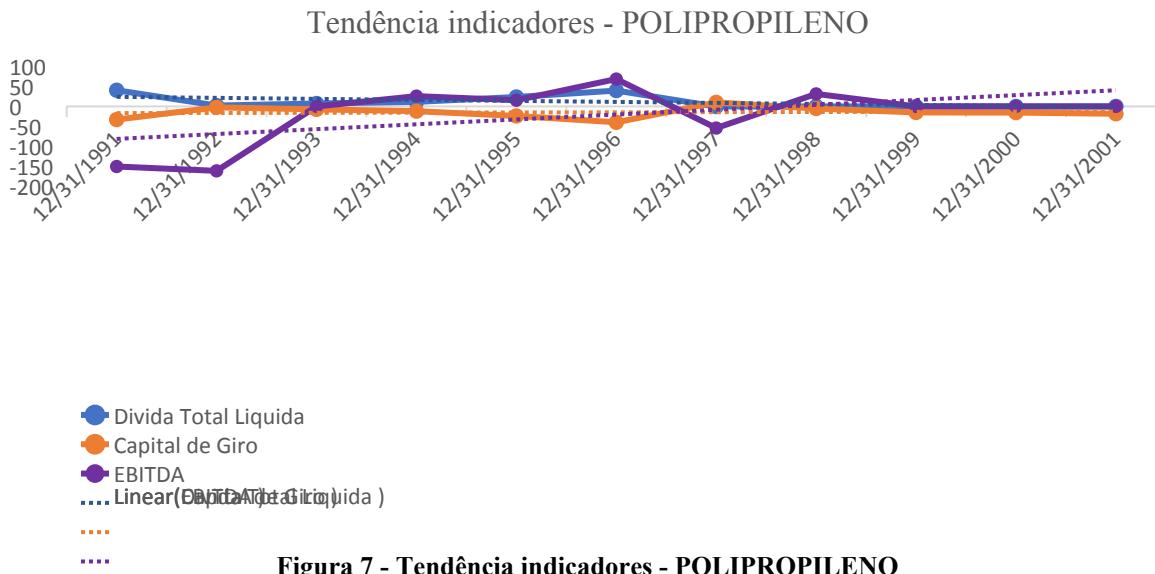
Após a seleção e tratamento da amostra os dados referentes aos indicadores foram plotados em um gráfico de dispersão e, através do próprio Excel, foi efetuada a regressão linear para encontrar a linha de melhor ajuste para o conjunto desses dados. A descoberta da equação que se ajusta a uma linha reta que minimiza as discrepâncias entre os dados permite avaliar a tendência de flutuação dos indicadores. Veja abaixo os gráficos e as respectivas retas obtidas para cada empresa.

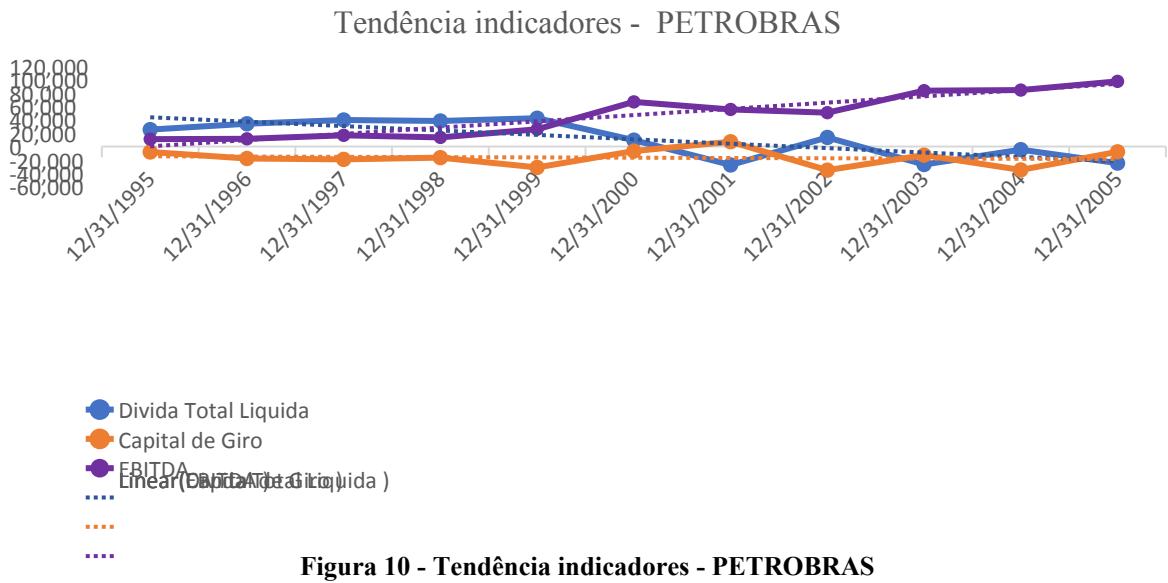
Tendência indicadores - CSN

**Figura 1 – Tendência indicadores – CSN**



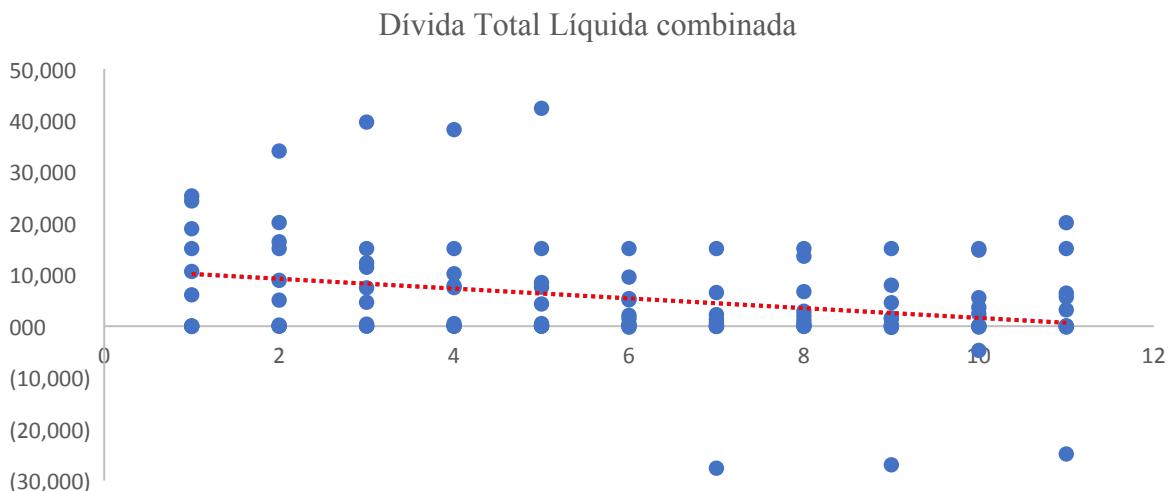
**Figura 4 - Tendência indicadores - POLITENO****Figura 5 - Tendência indicadores - POLIALDEN****Figura 6 - Tendência indicadores - EMBRAER**

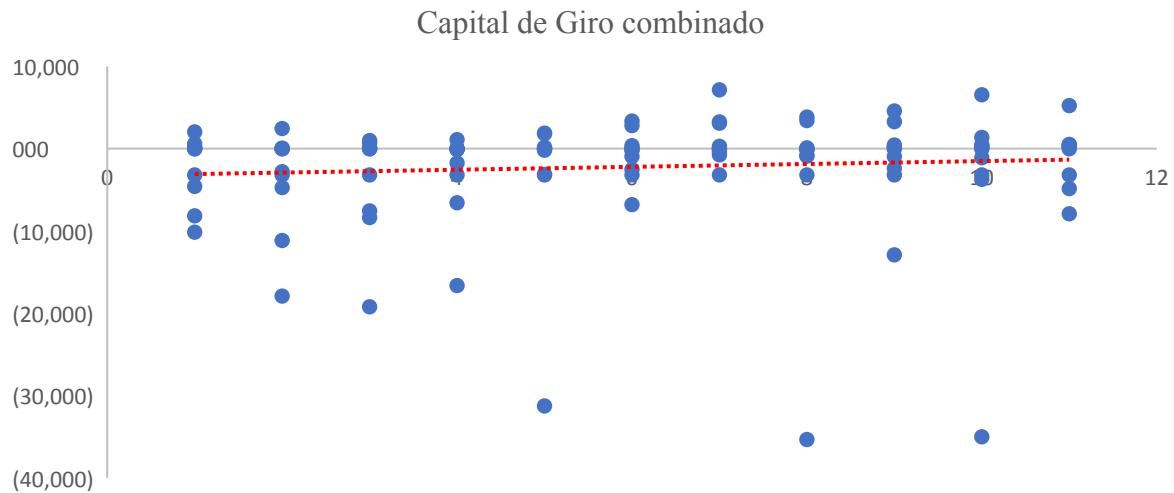
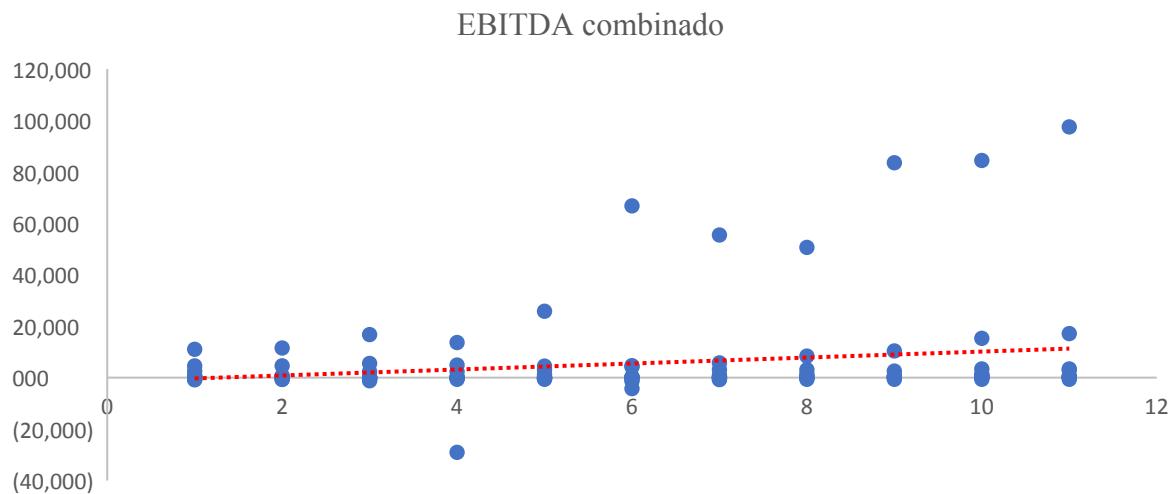




4.1.2 Combinado

Para observar a tendência de toda a amostra os dados da totalidade das empresas foram plotados de maneira combinada também em um gráfico de dispersão, afim de descobrir a reta que mais se adequa a todos os pontos. Veja abaixo os gráficos de tendência dos indicadores, considerando todas as empresas. O eixo x representa os anos analisados, sendo o ano 1 o 5º anterior à privatização, o ano 6 o da privatização e o 11 o 5º após o processo.



**Figura 32 - Capital de Giro combinado****Figura 33 - EBITDA combinado**

Pôde-se observar, então, que para os três indicadores analisados houve tendência de melhoria ao longo do tempo, marcada pela queda da Dívida Total Líquida, e aumento do Capital de Giro e do EBITDA.

A Dívida Total Líquida média para todas as entidades no ano 1 foi de R\$ 11,2 bilhões enquanto que para o ano 11 foi de R\$ 655 milhões, que representa uma queda de 93,5%. Dessa maneira, é factível inferir que houve redução da dependência de empréstimos financeiros por parte das empresas, o que pode ter ocorrido tanto pela execução de uma reestruturação da dívida quanto por maior geração de caixa para liquidar essas captações com terceiros.

Em adição, o Capital de Giro aumentou de R\$ 3,1 bilhões negativos para R\$ 1,3 bilhões negativos entre o ano 1 e o ano 11, marcando melhora de 56,6%. Aqui é importante

mencionar que embora tenha havido melhora, o Capital de giro ainda se mostrou deficitário, uma vez que o índice negativo representa um passivo circulante maior que o ativo circulante, portanto as obrigações a serem pagas superam o montante de caixa e equivalentes de caixa. Entretanto, pode-se deduzir que ocorreu melhor gestão do ciclo operacional, ou seja, controle mais aprimorado de estoques e contas a receber e prazos maiores para contas a pagar, de modo a diminuir o tempo de conversão de estoques em recurso financeiro, bem como melhor gestão do fluxo de caixa com projeções e monitoramento de entradas e saídas de caixa mais eficazes. Além disso, um capital de giro negativo também pode refletir uma estratégia de modernização ou expansão da produção, fazendo com que as atividades sejam financiadas por capital de terceiros.

Por fim, o EBITDA foi o indicador que apresentou o maior crescimento, inclusive tornando-se positivo, pois variou de R\$ 318,3 milhões negativos no ano 1 para R\$ 11,3 bilhões no ano 11. Geralmente o aumento indica que a empresa está gerando mais lucro em suas operações principais, o que pode ser resultado de uma maior eficiência operacional, isto é de um aumento das vendas e um melhor controle de custos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou a relação entre a desestatização e a tendência de variação dos índices EBITDA, Capital de Giro e Dívida Total Líquida, na busca de compreender se a privatização de fato é uma possível solução ao alto endividamento das empresas, bem como se há redução da dívida pública através da utilização dos recursos angariados com a desestatização na amortização dessa dívida ou do repasse das dívidas da empresa para o adquirente.

Constatou-se que há uma relação positiva entre a privatização e os indicadores, dado que a totalidade apresentou melhora durante o período analisado. Portanto, é razoável concluir que o processo foi benéfico para a saúde operacional das empresas visto que foi observado aumento da rentabilidade e da liquidez e queda do endividamento.

Entretanto, é importante notar que, no que diz respeito ao planejamento de uma empresa, 5–cinco anos pode ser considerado um prazo relativamente curto. Isto porque a Dívida Total Líquida pode ter diminuído por uma estratégia de reestruturação e alongamento do financiamento, assim como o EBITDA pode ter aumentado por causa de um corte imediato de custos e o Capital de Giro pela melhor gestão de prazos. Em todos os casos não é possível verificar se a melhora foi resultado do crescimento das entradas de caixa, que é o que, no fim,

dita a saúde operacional da empresa já que as estratégias anteriores ou não liquidam as obrigações ou podem interferir na eficiência do processo produtivo.

Dessa maneira, para trabalhos futuros sugere-se analisar por um período maior de forma a investigar se, a longo prazo, os índices de rentabilidade são mantidos saudáveis, a liquidez adequada para continuar a operação e o nível de endividamento permanece sustentável, e também verificar com mais acurácia se eles refletem a real situação da companhia. Bem como utilizar juntamente o fluxo de caixa afim de aprofundar a análise. Também sugere-se avaliar a privatização pela ótica da dívida pública, afim de questionar se ocorreu queda da dívida.

REFERÊNCIAS

ANUATTI-NETO, F.; BAROSSI-FILHO, M.; CARVALHO, A. G.; MACEDO, R. (2005) OS EFEITOS DA PRIVATIZAÇÃO SOBRE O DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS. **REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA**, 59(2):151-175.

BEUREN, I. M. (2004) “**COMO ELABORAR TRABALHOS MONOGRÁFICOS EM CONTABILIDADE: TEORIA E PRÁTICA**”.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO. **PROGAMA NACIONIONAL DE DESTATIZAÇÃO: RELATÓRIO DE ATIVIDDES 1992**. Disponível em: <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/Relatorios-de-Atividades-PND>. Acesso em: 8 de jan. 2022

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO. **BOLETIM DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIAS DA UNIÃO 2020**. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-das-participacoes-societarias-da-uniao/2020/114>. Acesso em: 8 de jan. 2022

BRESSAN, V. G. F., DE LIMA, J. E., BRESSAN, A. A., ET AL. "ANÁLISE DOS DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO", **REVISTA DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL**, V. 47, N. 1, P. 89–122, 2009. DOI: 10.1590/S0103-20032009000100004.

COELHO, J., FILHO, M., WAGNER, C., ET AL. "**O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**", [S.D.].

DE ESPECIALIZAÇÃO, M. "UNIVERSIDADE TECNOLÓGICA FEDERAL DO PARANÁ CAMPUS PATO BRANCO DIRETORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO CONTÁBIL E FINANCEIRA LUCAS JOSÉ BETT FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL E EBITDA: ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS EMPRESAS QUE COMPÕE IBRX-50-ÍNDICE BRASIL 50", 2017.

HALL JEREMY, J., PROFESSOR, MATOS SMATOS, S., et al. "artigos • **PRIVATIZAÇÃO: BOM OU RUIM? LIÇÕES DO SETOR DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA DO NORDESTE BRASILEIRO**", p. 94–111, [S.d.].

NOVAES, L. P. MOTA, K. M. M. "ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO ALTO PARANAÍBA", [S.d.]

NOVE, U., BRASIL DA COSTA CARDOSO, J., INGRID, V., et al. "O IMPACTO DA PRIVATIZAÇÃO NO DESEMPENHO ECONÔMICO: UM ESTUDO EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE GRANDE PORTE", **REVISTA IBERO AMERICANA DE ESTRATÉGIA**, V. 12, N. 3, P. 183–211, 2013. DISPONÍVEL EM: [HTTPS://WWW.REDALYC.ORG/ARTICULO.OA?ID=331231867008](https://WWW.REDALYC.ORG/ARTICULO.OA?ID=331231867008). ACESSO EM: 13 FEV. 2022.

PALOMBINI, N. V. N.; NAKAMURA, W. T. "**FATORES DETERMINANTES DA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO NO MERCADO BRASILEIRO**". RAE-REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS, [S. L.], V. 52, N. 1, P. 55–69, 2012.

RECH, J. I.; CUNHA M. F.; RABELO C. T.; BARBORA A.C; “ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE RENTABILIDADE EESTRATÉGIAS DE GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3”, **REVISTA CONTEMPORÂNEA DE CONTABILIDADE**, V.16, N. 38 (2019).

SAURIN, V., MUSSI, C. C., CORDIOLI, L. A. "ESTUDO COMPARATIVO DO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS ESTATAIS PRIVATIZADAS COM BASE NO MVA E NO EVA", [S.d].

SIQUEIRA, S. DE S. (2009). **INSTITUIÇÕES E PRIVATIZAÇÃO: UMA ANÁLISE DO PROGRAMA BRASILEIRO DE DESESTATIZAÇÃO. GESTÃO E SOCIEDADE**, 2(4). [HTTPS://DOI.ORG/10.21171/GES.V2I4.610](https://doi.org/10.21171/ges.v2i4.610)

ZOUAIN, D. M., FERREIRA, C. DA C., MACEDO, M. Á. DA S., SANT'ANNA, P. R. DE ., LONGO, O. C., & BARONE, F. M.. (2011). “GESTÃO DE CAPITAL DE GIRO: CONTRIBUIÇÃO PARA AS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS NO BRASIL”, **REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA**, 45(3), 863–884.

ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO ALTO PARANAÍBA LARYSSA PIRES NOVAES 5 KAMILA MARTINS DE MOURA MOTA 6”, [S.D.]