

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM FINANÇAS EMPRESARIAIS

VITOR CARVALHO DE FREITAS SOARES

**ANÁLISE ESTRATÉGICA DO CAPITAL DE GIRO DE UMA EMPRESA DE
CONSTRUÇÃO CIVIL: UM ESTUDO DE CASO**

BELO HORIZONTE

2017

VITOR CARVALHO DE FREITAS SOARES

**ANÁLISE ESTRATÉGICA DO CAPITAL DE GIRO DE UMA EMPRESA DE
CONSTRUÇÃO CIVIL: UM ESTUDO DE CASO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Especialização em Gestão Estratégica (Pós-Graduação Lato Sensu) do CEPEAD/CAD/FACE da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do Certificado de Especialista em Finanças Empresariais.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a banca examinadora em 30 de Novembro de 2017.

Orientador: Prof. Aureliano Angel Bressan

BELO HORIZONTE

2017



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
Curso de Especialização em Gestão Estratégica

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do Senhor **VITOR CARVALHO DE FREITAS SOARES**, REGISTRO N ° **2016691667**. No dia 30/11/2017 às 19:40 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais UFMG, a comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização em Gestão Estratégica CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**ANÁLISE ESTRATÉGICA DO CAPITAL DE GIRO DE UMA EMPRESA DE CONSTRUÇÃO CIVIL: UM ESTUDO DE CASO**" requisito para a obtenção do **Título de Especialista**. Abrindo a sessão, o orientador e Presidente da Comissão, Professor Aureliano Angel Bressan, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do aluno. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do aluno e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

(X) APROVADO

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA - PRAZO MÁXIMO DE 60 (SESENTA) DIAS

() NÃO APROVADO

70 pontos (SETENTA) trabalhos com nota maior ou igual a **60** serão considerados aprovados.

O resultado final foi comunicado publicamente ao aluno pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 30/11/2017.

Prof. Aureliano Angel Bressan
(Orientador)

Prof. Robert Aldo Iquiapaza Coaguila

AGRADECIMENTOS

Primeiramente aos meus pais, Andreia e José pelo incentivo incondicional aos estudos, pelo amor e carinho e por terem me ensinado a seguir meus próprios passos.

Agradeço ao meu orientador Aureliano Angel Bressan pela atenção, paciência e conhecimentos passados.

Luiza, obrigado por todo companheirismo, suporte e convencimento de que tudo isso seria possível.

Aos colegas de trabalho, pelo crescimento profissional e pessoal a mim proporcionado nesses anos de trabalho árduo e compensador.

RESUMO

A motivação deste estudo de caso surge devido a importância de administrar o capital de giro em uma organização, principalmente naquelas onde a exigência por capital é ainda maior, sendo o caso da Construtora analisada. Esta pesquisa tem como objetivo geral analisar a estrutura financeira de uma Construtora no ano de 2012 a 2016. Para tanto foi estabelecido os seguintes objetivos específicos: (i) analisar as demonstrações financeiras da Construtora numa abordagem dinâmica; (ii) avaliar o capital de giro da Construtora via Modelo Dinâmico; (iii) comparar os resultados com indicadores econômico-financeiros do Modelo Tradicional. Os dados estudados foram coletados pelo autor, que como ex-integrante do quadro societário e funcionário ativo da empresa, possuiu acesso a estes. Foram enfrentadas dificuldades na interpretação dos resultados em função de lançamentos de dados não fidedignos pela contabilidade e da ausência de um *software* gerencial efetivo. Diante dos resultados obtidos, verificou-se situações bastante favoráveis, no entanto, sabendo o autor que a geração de caixa na empresa só era possível em função de empréstimos realizados, principalmente de curto prazo, a pergunta de pesquisa: *“como resultados obtidos por meio da análise dinâmica da estrutura financeira da Construtora permitem diagnosticar a saúde financeira da empresa?”*, não pôde ser respondida por conta da inconsistência dos dados em relação a realidade financeira da Construtora, não significando que a metodologia de referência é inconsistente em termos teóricos. Conforme os dados analisados nos Balanços dos anos 2012 a 2016, nota-se que há evolução crescente de faturamento, o que leva a conclusão de que o problema gerador do colapso financeiro, não estava no volume de obras. Espera-se que a pesquisa traga alternativas que solucionem a geração de caixa, preferencialmente em função dos resultados provenientes de suas atividades operacionais, ou que pelo menos, venha a impactar os leitores que ainda não conhecem a dimensão da importância de gerenciar o capital de giro.

Palavras-chave: Análise financeira, Construtora, Capital de Giro, Modelo Dinâmico.

ABSTRACT

The motivation of this case study arises because of the importance of managing the working capital in an organization, especially in those where the requirement for capital is even greater, being the case of the Constructor analyzed. This research aims to analyze the financial structure of a Construction Company between the years of 2012 and 2016. For this purpose, the following specific objectives were established: (i) to analyze the financial statements of the Constructor in a dynamic approach; (ii) to evaluate Constructor's working capital via the Dynamic Model; (iii) compare the results with economic-financial indicators of the Traditional Model. The data studied were collected by the author, who as a former owner of the company and active employee, had access to these information. Difficulties were faced in interpreting the results due to unreliable data releases by accounting and the absence of effective management software. In view of the results obtained, there were very favorable situations, however, knowing that the cash generation in the company was only possible due to loans, mainly short-term loans, it's important to mention the research question: *"how results obtained through the dynamic analysis of the financial structure of the company allows to diagnose the financial health of the company?"*, this question could not be answered because of the inconsistency of the data in relation to the financial reality of the Constructor. According to the data analyzed in the Balance sheets of the years of 2012 until 2016, it is noticed that there is a growing evolution of billing, which leads to the conclusion that the problem that generated the financial collapse was not in the volume of works. It is hoped that the research will bring alternatives that solve cash generation, preferably based on the results of its operational activities, or that at least will impact readers who do not yet know the dimension of the importance of managing working capital.

Keywords: Financial Analysis, Construction, Working Capital, Dynamic Model.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
1.1. Tema e problema	9
1.2. Objetivos	11
1.3. Justificativa.....	12
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	13
2.1. Características do Setor.....	13
2.2. A Construtora analisada.....	16
2.3. Análise das demonstrações financeiras	18
2.3.1. Balanço Patrimonial (abordagem tradicional)	19
2.3.2. Demonstração do resultado do exercício (abordagem tradicional).....	21
2.3.3. Análise horizontal	22
2.3.4. Análise vertical.....	22
2.3.5. A influência da inflação nas análises	23
2.3.6. Indicadores econômico-financeiros	23
2.4. O enfoque tradicional de análise financeira	26
2.4.1. Críticas à análise tradicional.....	29
2.4.2. O novo modelo	30
2.5. Análise financeira via modelo dinâmico	33
2.5.1. A necessidade do capital de giro (NCG).....	37
2.5.2. O capital de giro (CDG)	38
2.5.3. O saldo de tesouraria (T).....	39
2.5.4. Combinações e interpretações dos indicadores	41
2.5.5. Indicador de liquidez no modelo dinâmico	44
2.5.6. Análise de tendência: o efeito tesoura.....	44
3. METODOLOGIA	46
4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS	47

4.1. Análise das demonstrações financeiras	48
4.2. Análise vertical e horizontal.....	49
4.3. Análise dos indicadores do modelo dinâmico	51
4.4. Análise do efeito tesoura.....	54
4.5. Indicadores econômicos financeiros numa abordagem tradicional	55
4.6. Comparação dos resultados	56
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

1. INTRODUÇÃO

1.1. Tema e problema

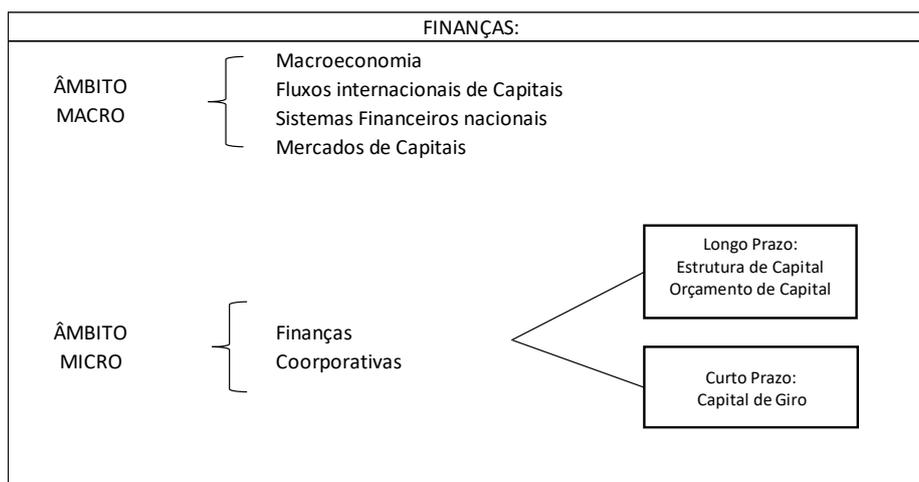
O setor da construção civil é extremamente dependente de crédito e demanda, na maioria dos casos, uma necessidade de capital de giro considerável em função do longo ciclo operacional existente¹. Dessa forma, as metodologias de análise financeira por parte das organizações desse setor devem ser minuciosamente desenvolvidas e monitoradas, auxiliando-as assim nas tomadas de decisões mais coerentes com o ambiente competitivo e com a alta complexidade nas quais se encontram.

Segundo Patrone e duBois (1981, *apud* Oliveira e Melhado, 2006), de forma geral, falta conhecimento na área financeira por parte dos gestores em pequenas empresas. A resistência é algo rotineiro neste aprendizado, no qual o interesse pela área poderia ser fator diferencial para o sucesso das micros e pequenas empresas.

O campo de estudo das finanças é bastante dinâmico e amplo, capaz de afetar diretamente a vida de todas as pessoas e organizações, independentemente dos seus objetivos. Conforme Matias (2007, p. 27), pode-se dividir finanças em âmbitos macro e micro (ver fig. 01). O âmbito macro de finanças refere-se a questões como mercados financeiros, fluxos internacionais de capitais e sistema financeiro nacional. O âmbito micro, refere-se às finanças corporativas que por sua vez podem ser divididas, em curto prazo e longo prazo.

¹ Avaliação setorial realizada por autor não identificado em documento. Fonte existente: <www.ondeinvestirbylopesfilho.com.br>

Figura 01 – Contextualização do capital de giro



Fonte: Adaptado de Matias (2007, p.28).

Assim, “no longo prazo, as finanças empresariais contemplam temas como a análise de projetos, a estrutura e o orçamento de capital. No curto prazo, as finanças empresariais contemplam o capital de giro” (MATIAS, 2007, p. 27).

Finanças de curto prazo, segundo Matias (2007, p. 35) podem ser associadas às decisões que de certa forma causam algum impacto no fluxo de caixa da empresa no prazo de até 12 meses, frequentemente utilizado pela contabilidade na elaboração do balanço patrimonial.

A análise financeira feita por meio dos balanços proporciona avaliações do patrimônio da empresa e das decisões tomadas, tanto em relação ao passado – retratado nas demonstrações financeiras – como em relação ao futuro – espelhado no orçamento financeiro. (MATARAZZO, 1998, p. 13)

O presente trabalho procurou dar enfoque nas análises financeiras de curto prazo da Construtora analisada, no entanto, ao menos de forma superficial, o autor considerou importante expor questões de uma perspectiva macro, visto que, as indústrias de construção civil apresentam maior sensibilidade as políticas econômicas e conforme Assaf Neto (2012, p. 33), “setores que se movem de maneira bastante próxima ao desempenho do mercado apresentam riscos maiores que aqueles mais estáveis”. O mesmo autor caracteriza esses riscos em duas grandes partes: risco operacional (econômico) e risco

financeiro, de forma que, “uma empresa pode não apresentar risco financeiro ao manter-se totalmente financiada por capital próprio. Entretanto, sempre incorrerá e risco operacional, inerente a seu negócio” (ASSAF NETO, 2012, p.33).

A construção civil é isoladamente o maior gerador de empregos diretos, possuindo a mais poderosa fonte indutora de emprego e renda do país². Assim, dada sua importância no panorama socioeconômico brasileiro, analisar, debater e propor melhorias para esse segmento é uma condição fundamental para o progresso de toda a cadeia da construção e, conseqüentemente, do país como um todo (OLIVEIRA e MELHADO, 2006).

O presente trabalho procurou então contribuir para responder a seguinte **questão de pesquisa**: *Como resultados obtidos por meio da análise dinâmica da estrutura financeira da Construtora permitem diagnosticar a saúde financeira da empresa?*

O período de análise compreende os exercícios 2012 a 2016.

A utilização do Modelo Dinâmico, para fins deste trabalho, deve-se ao fato de que suas variáveis refletem mais adequadamente a situação financeira das empresas, além de,

permitirem a identificação de aspectos característicos dos níveis de gestão estratégica, operacional e financeira das mesmas, em detrimento dos indicadores de liquidez (capacidade de solvência) utilizados pela tradicional análise de demonstrações financeiras (PEREIRA FILHO, p. 15, 1997).

1.2. Objetivos

Objetivo Geral: O trabalho proposto teve por objetivo geral analisar a estrutura financeira de uma Construtora no ano de 2012 a 2016. Para tanto foram estabelecidos os seguintes **objetivos específicos**:

² PINI. *Seminário presencial: gerenciamento de obras com foco na produtividade e qualidade*. São Paulo: PINI Eventos, 2016.

1. Analisar as demonstrações financeiras da Construtora numa abordagem dinâmica;
2. Avaliar o capital de giro da Construtora via Modelo Dinâmico;
3. Comparar os resultados com indicadores econômico-financeiros do modelo tradicional.

1.3. Justificativa

Algumas razões motivaram a realização deste trabalho. A primeira de ordem prática, diz respeito ao convívio do autor no ambiente analisado como Coordenador de Obras e integrante do Conselho Administrativo da empresa. Com o acompanhamento da situação econômico-financeira da empresa, o autor foi estimulado a aplicar metodologias de análise no intuito de avaliar a estrutura financeira da empresa.

A Construtora em questão demonstrou dificuldades na gestão do capital de giro. Obrigações de curto prazo eram comumente negociadas e obrigações bancárias não eram mais possíveis de serem liquidadas. A carência por controles financeiros de curto prazo, junto a inadimplência constante por parte de alguns clientes, levou a empresa a um colapso financeiro.

A segunda justificativa que motivou a realização do trabalho são as especificidades desse setor. O setor de construção civil possui características que dificultam a gestão do capital de giro nas organizações que atuam nesse segmento. Segundo o Relatório de Inteligência Sebrae³, alguns problemas são derivados do:

- a) descompasso no fluxo de recebimento de receitas e no desembolso;
- b) cada obra possui seu planejamento físico-financeiro, o que dificulta a consolidação das informações de todas as obras;
- c) cada canteiro de obras reflete uma realidade, o que dificulta a atualização de um documento único com todas as informações da empresa.

³ Relatório Sebrae de inteligência setorial setembro-outubro 2017. Disponível em: <<https://www.sebraeinteligenciasetorial.com.br/>>. Acesso em: 09/10/17.

Mesmo existindo fatores que o autor considerou influenciadores da atual posição financeira da empresa, a motivação por um trabalho que concentre análises de caráter financeiro, partiu da afirmativa de que as organizações independentemente do seu porte, podem ser descritas como um sistema de relações e movimentos financeiros acionados por decisões gerenciais Assaf Neto (2012). Essas relações e movimentos geram caixa, o qual segundo o mesmo autor é a base da criação de valor de uma organização.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. Características do Setor

A Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) é a classificação oficialmente adotada pelo Sistema Estatístico Nacional e pelos órgãos federais gestores de registros administrativos⁴. O CNAE segmenta a Indústria da Construção Civil (ICC) em: (i) construção de edifícios em geral (divisão 41), (ii) obras de infraestrutura (divisão 42) e (iii) serviços especializados para construção que fazem parte do processo de construção (divisão 43).

Segundo Mello e Cunha (1996), o subsetor Obras de Infraestrutura, oferece uma barreira maior de entrada, assim, há a concentração menor de empresas nessa vertente. O motivo pode ser relacionado aos custos de equipamentos que exigem investimentos maiores e de recursos humanos mais especializados.

A divisão, Construção de Edifícios em Geral, o qual se encaixa a Construtora analisada, se caracteriza por ser tradicionalmente uma indústria fragmentada, uma vez que, nenhuma companhia possui parcela de mercado significativa e nem consegue influenciar fortemente o resultado da indústria. (PORTER, 1991).

⁴ Disponível em: <<https://cnae.ibge.gov.br>>. Acesso em: 08/07/2017.

Em 2015, as empresas de construção realizaram incorporações, obras e/ou serviços no valor corrente de R\$ 354,4 bilhões. Excluindo as incorporações, o valor corrente das obras e/ou serviços da construção movimentou R\$ 337,9 bilhões, sendo que deste montante R\$ 103,5 bilhões vieram das obras contratadas por entidades públicas, que representaram 30,6% do total das construções⁵. A Tabela 01 abaixo reúne informações gerais da construção nos anos 2014 e 2015.

Tabela 01 – Dados gerais da construção - Brasil - 2014-2015

Ano	Dados gerais da indústria da construção								
	Número de empresas ativas	Pessoal ocupado	Salários, retiradas e outras remunerações	Gastos de pessoal	Total dos custos e despesas	Valor das incorporações obras e/ou serviços	Valor das obras e/ou serviços	Construções para entidades públicas	Receita operacional líquida
1 000 000 R\$									
2014	128 012	2 894 458	74 129	108 110	329 406	395 132	382 687	129 780	370 783
2015	131 487	2 439 429	68 577	99 691	299 206	354 359	337 949	103 495	323 971

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Indústria, Pesquisa Anual da Indústria da Construção 2014-2015.

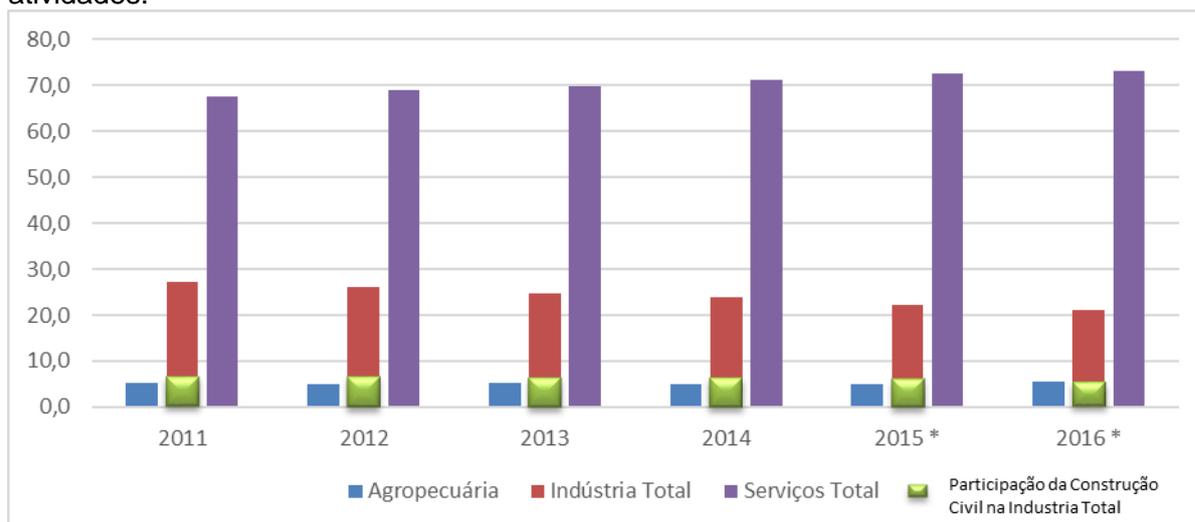
A construção civil é marcada por pontos positivos e negativos, segundo Tisaka (2011), o setor é abastado de crédito e de programas governamentais de incentivo, por outro lado, a dependência de crédito com ciclos operacionais longos, escassez da mão de obra especializada direta e indireta e ausência de barreiras de entradas significativas, apagam um pouco o brilho desse setor.

Com o aumento da complexidade dos projetos e da competitividade no setor da construção civil, a exigência por renovação e adoção de novas práticas de gestão se tornam cada vez maior nas construtoras. A dificuldade na definição e o controle do escopo, a necessidade da agilidade nas soluções, o grande número de interdependências entre as atividades, as interfaces entre várias especialidades e o grande número de partes interessadas no projeto, fazem com que o ambiente seja enigmático para qualquer metodologia de gestão. (POLITO, 2015, p. 23)

⁵ Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br>>. Acesso em: 08/07/2017.

O setor de construção civil detém representatividade na economia brasileira, uma vez que movimenta uma quantia substancial do Produto Interno Bruto (PIB). Em cenários de crise econômica, o mercado da construção civil é notavelmente prejudicado. Setor responsável por contribuições expressivas na variação do PIB brasileiro, entre os anos 2000 a 2016, a construção civil teve participação média de 5,6%, ficando à frente 0,1% das atividades agropecuárias, perdendo somente para atividades imobiliárias (média de 9,5%) no Valor Adicionado Bruto (a preços básicos), segundo dados oficiais divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)⁶. O Gráfico 01 abaixo busca ilustrar a participação da construção civil em meio aos outros setores.

Gráfico 01 – Participação no valor adicionado bruto (a preços básicos) segundo as atividades.



Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais, adaptado pelo autor (2017)

Variações em volumes nos anos 2015 e 2016 de -3,8% e -3,6% indicaram a pior retração histórica brasileira do PIB⁷. Paralelamente todos os setores avaliados pelo IBGE, nesse mesmo período (com exceção da Agropecuária no ano de 2015), contraíram-se. A construção civil mostrou-se fiel as variações do Produto Interno Bruto e apresentou retrações nos anos de 2015 e 2016 de -6,5% e -5,2%, respectivamente.

⁶ Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/>>. Acesso em: 03/07/2017.

⁷ Disponível em: <<http://www.cbicdados.com.br/>>. Acesso em: 04/07/2017.

Segundo Oliveira e Melhado (2006), o setor da construção civil no Brasil ainda é rotulado como atrasado, o baixo nível de industrialização do seguimento afeta algumas vertentes, como: baixa produtividade, elevado desperdício de materiais, reduzida qualificação dos profissionais e baixa qualidade do produto final. Ainda segundo os autores, para melhoria deste cenário, há a necessidade aperfeiçoamento da fase de projetos, sendo essa fase apontada como aquela que apresenta as maiores oportunidades de intervenção e agregação de valor ao empreendimento.

De acordo com Polito (2015, p. 23), a maioria dos problemas encontrados nos canteiros de obras que impactam o resultado não são de ordem técnica e sim gerencial. O mesmo autor ainda afirma que,

é preciso garantir que toda empresa trabalhe para que a obra aconteça, uma vez que é lá que o valor é criado. Cada serviço executado no canteiro de obras deve ajudar a deixar a obra um pouco mais pronta e caso contrário, deve ser definido como desperdício. (POLITO, 2015, p. 27)

A implantação de uma nova forma de gestão pode levar tempo e requer investimentos significativos. Segundo Polito (2015, p. 28) existem ilhas de excelência e ilhas de resistência, sendo que algumas pessoas jamais aceitarão a mudança dentro da empresa. O aumento da maturidade da equipe em novos modelos de gestão leva tempo, assim o que realmente desenvolve o resultado da empresa é incrementar em todos os colaboradores a capacidade de atingir metas.

2.2. A Construtora analisada

A Construtora analisada, fundada em 2010, é composta por sociedade limitada, é considerada uma empresa de médio porte (EMP) e tem sede no interior de Minas Gerais. Possui como principal cliente, o órgão público, sendo na sua maioria, Prefeituras Municipais do estado de Minas Gerais.

A Construtora se encaixa na divisão 41 do CNAE, Construção de Edifícios em Geral, divisão essa, como já mencionado neste trabalho, com menores barreiras de entrada, conseqüentemente, maior concentração de empresas.

A empresa demonstrou faturamento médio anual de R\$ 3.754.000,00 nesses cinco anos analisados. Em 2016 a empresa manteve em seu quadro de funcionários, 120 colaboradores. A duração média das obras circulava em torno de 10 meses. Os recebimentos em sua totalidade eram realizados mediante medições mensais conforme o andamento físico da obra. Em média, o pagamento era realizado pelo cliente após 30 dias do fechamento dessas medições.

A falta de projetos executivos detalhados, que precedam o processo licitatório, e a prevalência do critério de menor preço para a contratação de obras públicas são apontadas pelos profissionais da indústria da construção como entraves ao desenvolvimento da infraestrutura nacional. (TISAKA, 2011, p. 21).

Tisaka (2011, p. 21) ainda afirma que,

importantes setores da sociedade – em particular, a chamada grande imprensa – enxergam na falta de capacidade de gestão do Estado, mas, principalmente, nos esquemas de corrupção motivos para os problemas que constatamos em projetos e obras de todo o País. Independentemente de quem esteja mais ou menos certo, é importante ressaltar que os critérios para avaliar o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos devem ser baseados em princípios de engenharia civil.

Diante dessas afirmações, pode-se dizer que a etapa de elaboração do projeto, também contribuiu para os impactos financeiros negativos sentidos pela empresa analisada, uma vez que, a Construtora, como prestadora de serviço à órgãos públicos, não possuía autonomia nas interferências e soluções sob os projetos de construção fornecidos pelas prefeituras, esses (projetos) que na maioria das vezes, eram apresentados de forma precária e sem compatibilização técnica.

2.3. Análise das demonstrações financeiras

Assaf Neto (2006, p. 103), conceitua as análises das demonstrações financeiras como “um dos estudos mais importantes da administração financeira e desperta enorme interesse tanto para os administradores internos da empresa, como para os diversos segmentos de analistas externos”. O mesmo autor ainda exprime que essas análises visam essencialmente analisar o desempenho econômico-financeiro de uma empresa, que através de demonstrações passadas traça-se diagnósticos da sua posição atual, servindo assim de base para projeção de tendências futuras. Nesse sentido, pode-se dizer que as análises financeiras de uma empresa são fundamentalmente desenvolvidas por meio de comparações,

Segundo Ludícibus (2010, p. 3), as demonstrações financeiras podem desempenhar seu papel informativo em dois grandes âmbitos:

- a) Contabilidade Financeira – Cujos relatórios finais básicos são o BP (Balanco Patrimonial), DRE (Demonstrativo de Resultado do Exercício) e DFC (Demonstrativo de Fluxo de Caixa), que direcionam as informações aos agentes econômicos externos à empresa, assim como aos sócios desligados da direção.

- b) Contabilidade Gerencial – Possui caráter analítico, incluindo em seu campo também a Contabilidade de Custos, sendo seu enfoque principal o auxílio no processo decisório da administração da empresa.

Conforme Assaf Neto (2006, p. 84), as principais demonstrações contábeis⁸ se resumem em:

- Balanço patrimonial (BP);

- Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC);

⁸ Usa-se aqui como absolutamente sinônimas as expressões “demonstrações contábeis” e “demonstrações financeiras”.

- Demonstração do Resultado do Exercício (DRE);
- Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR);
- Demonstração das Mutações Patrimoniais ou Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DMPL).

A análise das demonstrações financeiras de uma organização pode atender a diferentes objetivos e interessados, tanto internos como externos à firma. Nesse processo de avaliação, cada usuário tira suas próprias conclusões, que muitas das vezes, podem não coincidir. Alguns desses interessados podem ser citados, para Assaf Neto (2012, p. 48), são considerados os mais presentes e importantes nas análises financeiras: (i) fornecedores, (ii) clientes, (iii) intermediários financeiros, (iv) acionistas, (v) concorrentes, (vi) governo e (vii) administradores da organização.

Para fins desse trabalho, visto o porte da empresa e a inexistência de alguns demonstrativos, utilizou-se somente dois, sendo: Balanço Patrimonial e Demonstrativo do Resultado do Exercício.

2.3.1. Balanço Patrimonial (abordagem tradicional)

O balanço patrimonial, segundo Vieira (2005, p. 71), reflete a posição financeira da empresa em determinado momento, objetivando evidenciar sua situação patrimonial. A lógica de apresentação que estrutura as contas é dividida em bens e direitos do lado esquerdo, os chamados ativos e do lado direito as obrigações, compondo o passivo. As contas são sequenciadas de forma decrescente em função da sua liquidez ou disponibilidade para os ativos, e exigibilidade para o lado dos passivos.

Numa análise tradicional, o balanço patrimonial pode ser representado segundo Pereira Filho (1997, p. 50), em grupos conforme figura 02 a seguir.

Figura 02 – Representação do balanço patrimonial

2.3.2. Demonstração do resultado do exercício (abordagem tradicional)

Sendo uma das mais utilizadas e importantes na avaliação das empresas pelos interessados já citados anteriormente, a demonstração de resultados do exercício (DRE) visa fornecer de maneira estruturada os resultados (lucro ou prejuízo), auferidos pela empresa em determinado período social, esses que posteriormente são transferidos para contas do patrimônio líquido. (ASSAF NETO, 2012, p. 76).

É importante ressaltar que, independente do pagamento ou recebimento das contas: receitas, custos e despesas, o DRE opera em regime de competência, ou seja, não está vinculada a sua realização financeira. Segundo Assaf Neto (2012, p. 76), “estes aspectos contidos na legislação societária reforçam o conceito de regime de competência para a apuração do exercício”.

O quadro 01 abaixo refere-se a esquematização do DRE de acordo com a Lei das S.A.

Quadro 01 – Estrutura da Demonstração de Resultado do Exercício

RECEITA BRUTA DE VENDAS E/OU SERVIÇOS (-) Descontos Concedidos, devoluções (-) Impostos sobre vendas = RECEITA LÍQUIDA (-) Custo dos Serviços Prestados = Resultado Bruto (-) Despesas/Receitas Operacionais (-) Despesas Gerais e Administrativas (-) Despesas de Vendas (+) Receitas Financeiras (-) Despesas Financeiras (-) Juros sobre Capital Próprio (-) Outras Receitas Operacionais (-) Outras Despesas Operacionais = RESULTADO OPERACIONAL (-) Provisão para IR e Contribuição Social = RESULTADO LÍQUIDO ANTES DE PARTICIPAÇÕES E CONTRIBUIÇÕES (-) Participações (-) Contribuições (+) Reversão dos Juros sobre o Capital Próprio = RESULTADO (LUCRO/PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2012, p. 77)

2.3.3. Análise horizontal

Uma vez efetuada a avaliação da empresa, como se apresentou nos capítulos acima, pode-se aprofundar a análise com o uso de técnicas complementares.

As análises horizontal e vertical são, para Assaf Neto (2006, p. 105), “uma das técnicas mais simples de aplicação e, ao mesmo tempo, mais importante no que se refere à riqueza das informações geradas para a avaliação do desempenho empresarial”.

A análise horizontal identifica a evolução dos diversos elementos patrimoniais e de resultados ao longo de determinado período de tempo. É uma análise temporal do andamento da empresa, que permite avaliar pontos como: “o progresso das receitas, custos e despesas; o aumento dos investimentos realizados nos diversos itens ativos; a evolução das dívidas, etc.” (ASSAF NETO, 2012, p. 50)

Conforme Matarazzo (1998), a análise horizontal tem como finalidade apontar o crescimento dos itens dos Balanços Patrimoniais e das Demonstrações de Resultados (bem como de outros demonstrativos) através dos períodos, assim, identificando tendências.

Segundo Assaf Neto (2012, p. 106), o cálculo da análise horizontal pode ser processado pela seguinte expressão:

$$\text{Número-índice} = \frac{V_d}{V_b} \times 100$$

Onde, V_d é o valor de uma conta no exercício que se pretende comparar e V_b exprime esse mesmo valor no exercício em que se efetua a comparação.

2.3.4. Análise vertical

De maneira similar à análise horizontal, a análise vertical também é “um processo comparativo, expresso em porcentagem, que se aplica ao se

relacionar uma conta ou grupo de contas com um valor relacionável, identificado no mesmo demonstrativo”. (ASSAF NETO, 2012, p. 113).

Segundo Matarazzo (1998, p. 249), “o percentual de cada conta mostra sua real importância no conjunto. Para isso se calcula o percentual de cada conta em relação a um valor-base”.

Por meio desta técnica de análise, é possível identificar a proporção de cada conta em relação ao total. Matarazzo (1998), ressalta que os percentuais revelados pela análise vertical devem ser avaliados em conjunto com a análise horizontal e demais índices.

2.3.5. A influência da inflação nas análises

Ao analisar demonstrações contábeis de uma organização, um problema surge naturalmente à vista do analista: a inflação.

Segundo Assaf Neto (2012, p. 115),

a comparação de valores em épocas distintas não oferece base confiável para a verificação do desempenho real ocorrido, dado que a instabilidade monetária deprecia o poder de compra da moeda, ocasionando, conseqüentemente, um incremento artificial (aparente) desses valores.

Assim, para o cálculo da evolução real deste trabalho, os valores comparados, serão expressos em moeda da mesma data. Para a correção dos valores, será utilizado a calculadora do Banco Central do Brasil, sendo o IPC-A o índice selecionado.⁹

2.3.6. Indicadores econômico-financeiros

Segundo Assaf Neto (2012, p. 50), indicadores econômico-financeiros,

procuram relacionar elementos afins das demonstrações contábeis de forma a melhor extrair conclusões sobre a situação da empresa.

⁹ Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 01/10/2017

Existem diversos índices úteis para o processo de análise, sendo metodologicamente classificados nos seguintes grupos: liquidez, operacional, rentabilidade, endividamento e estrutura, análise de ações e geração de valor.

Conforme Matarazzo (1998), esses indicadores possibilitam evidenciar a situação econômica ou financeira de uma organização, ainda exprime que estes objetivam revelar informações que não são facilmente visualizadas diretamente das Demonstrações Financeiras.

Por questões de conveniência, Gitman (2010) subdividiu estes indicadores em cinco categorias básicas: liquidez, atividade, endividamento, rentabilidade e mercado, que capturam tanto risco como retorno.

Abaixo nos quadros 02, 03, 04 e 05, evidenciam-se alguns desses indicadores.

Quadro 02 – Indicadores de Liquidez

ÍNDICE	FÓRMULA
Liquidez	
Índice da liquidez corrente	$\frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$
Índice da liquidez seca	$\frac{\text{Ativo circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo circulante}}$
Índice da liquidez imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo circulante}}$
Índice geral	$\frac{\text{Ativo circulante} + \text{Realizável de longo prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível de longo prazo}}$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006) e Gitman (2010)

Quadro 03 – Indicadores de Atividade

Atividade	
Giro do estoque	$\frac{\text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Estoque}}$
Prazo médio do recebimento	$\frac{\text{Contas a receber}}{\text{Valor médio diário das vendas}}$
Prazo médio de pagamento	$\frac{\text{Fornecedores}}{\text{Valor médio diário das compras}}$
Giro do ativo total	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo total}}$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006) e Gitman (2010)

Quadro 04 – Indicadores de Endividamento

Endividamento	
Índice de endividamento	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}}$
Relação capital de terceiros/capital próprio	$\frac{\text{Exigível Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Relação Capital de Terceiros/Passivo Total	$\frac{\text{Exigível Total}}{\text{Passivo Total (Exigível Total + Patrimônio Líquido)}}$
Imobilização de recursos permanentes	$\frac{\text{Ativo permanente}}{\text{Exigível de longo prazo + Patrimônio Líquido}}$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006) e Gitman (2010)

Quadro 05 – Indicadores de Rentabilidade

Rentabilidade	
Margem de lucro bruto	$\frac{\text{Lucro bruto}}{\text{Receita de vendas}}$
Margem de lucro operacional	$\frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Receita de vendas}}$
Retorno sobre o ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro gerado pelos ativos (Operacional)}}{\text{Ativo total médio}}$
Retorno sobre o capital próprio (ROE)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido médio}}$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006) e Gitman (2010)

Segundo Assaf Neto (2012, p. 50), não existe um diagnóstico eficiente quando índices são avaliados isoladamente, nesse sentido análise de balanços são fundamentalmente comparativas. Ainda conforme o autor, essas comparações podem ser apresentadas de duas formas:

- a) temporal – possui enfoque na compreensão da tendência dos indicadores, visto o comportamento passado destes;
- b) interempresarial – busca associar o desempenho de uma organização ao setor de atividade da empresa e o mercado em geral.

2.4. O enfoque tradicional de análise financeira

A análise financeira é compreendida pelos indicadores de liquidez, estes mensurados a partir de relações entre elementos que compõem o curto prazo do balanço patrimonial, “sendo sua análise procedida sob os auspícios do binômio risco-rentabilidade e do equilíbrio financeiro pautado na capacidade de solvência da empresa” (PEREIRA FILHO, 1997, p. 49).

Sob o ponto de vista de Neves (1989), a análise tradicional está pautada como um dever jurídico e de profunda preocupação dos credores, da empresa estar habilitada a liquidar as suas obrigações nas respectivas datas de vencimento. Mediante esta perspectiva, desenvolveu-se a utilização de conceitos e indicadores já citados anteriormente.

Na literatura existem vários indicadores econômico-financeiros que auxiliam na análise financeira das organizações. Conforme Matarazzo (1998), mesmo que se repitam, cada autor apresenta um conjunto de indicadores. Dentre os principais autores nacionais, que desenvolvem os aspectos e procedimentos referentes à análise financeira tradicional, Pereira Filho (1997), destaca: Ludícibus, Florentino, Walter, Matarazzo, Assaf Neto e Silva.

Os indicadores econômico-financeiros podem ser utilizados pela gestão a fim de mensurar o desempenho econômico-financeiro da organização, funcionando como um termômetro da situação da empresa e indicando suas possibilidades de continuidade no futuro. Segundo Souza *et al.* (2009), o principal objetivo de tais indicadores é dispor informações de diversos níveis organizacionais, auxiliando assim os gestores no processo decisório. Dessa maneira, dados vazios das empresas podem se tornar informações úteis nas tomadas de decisões.

Numa análise tradicional, o balanço patrimonial pode ser representado como exposto no tópico 2.3.1. Balanço patrimonial (abordagem tradicional) deste trabalho. Assim, segundo Pereira Filho (1997, p. 51), relacionando o passivo circulante com o ativo circulante, pode-se dizer que a empresa estará equilibrada no curto prazo quando o AC for superior ao PC. Nesse sentido, Matias (2007, p. 34), conceitua essa relação como Capital de Giro Líquido (CGL), também conhecido como Capital Circulante Líquido (CCL), obtido pela equação a seguir:

$$\text{CCL} = \text{AC} - \text{PC}$$

Onde:

AC: Ativo circulante

PC: Passivo circulante

Quando o CCL é positivo, ou seja, ativo circulante maior que passivo circulante, indica-se que há excesso de recursos financeiros. Pode-se dizer ainda que nessa situação recursos de longo prazo estão sendo utilizados para financiar ativos de curto prazo, (MATIAS, 2007, p. 34). Por outro lado, quando negativo, recursos de curto prazo estão sendo utilizados para financiar ativos de longo prazo, o que representa nas palavras de Pereira Filho (1997, p. 51) um “‘duro golpe’ ao equilíbrio financeiro da empresa por infringir o princípio básico de adequação de prazos entre as modalidades de investimento e as alternativas de financiamento”.

Matias (2007, p. 35) levanta as operações mais comuns no que diz respeito as modificações do CCL, sendo denominado “origens de recursos do CCL”, este caracterizando as operações que provocam o aumento do CCL e “aplicações de recursos do CCL”, este caracterizando as operações que provocam a redução do indicador. Assim, tem-se:

Origens de recursos do CCL:

- a) oriundas das próprias operações da empresa (operacionais)
 - lucros apurados nas operações da empresa;
- b) oriundas dos proprietários
 - aumentos de capital (integralizações no exercício);
- c) oriundas de terceiros
 - empréstimos de longo prazo;
 - vendas a vista de bens do ativo permanente;
 - transformações do ativo realizável a longo prazo (RLP) em realizável a curto prazo.

Aplicações de recursos do CCL:

- a) dividendos distribuídos;
- b) investimentos em ativos permanentes;
- c) pagamentos de empréstimos de longo prazo (transferência de passivo exigível a longo prazo, ELP, para passivo circulante).

2.4.1. Críticas à análise tradicional

Segundo Assaf Neto (2012, p. 196), indicadores tradicionais podem apresentar situações equivocadas a partir de um resultado objetivo do CCL. Segundo o mesmo autor, não existe nenhuma garantia de que uma folga financeira - obtida por uma análise de valor positivo do CCL - é efetivamente suficiente para financiar as necessidades de giro da empresa.

Embora indicadores de uma abordagem tradicional tenham sua importância, estes “não costumam fornecer informações mais conclusivas a respeito de determinada evolução na posição financeira corrente e esperada da empresa, omitindo principalmente as efetivas necessidades de investimento em capital de giro”. (ASSAF NETO E SILVA, 1997, p. 53).

O formato do balanço tradicional deixa implícita que a empresa terá capacidade de saldar suas dívidas caso venha liquidar seus ativos. Por esse motivo, pode-se tratar o modelo tradicional configurando um conceito “estático” de operação.

Conforme Neves (1989, *apud* Pereira Filho, 2007, p. 52), a análise é demasiadamente estática, “pois parte do princípio de que a atividade da empresa para, o que é contraditório com o princípio contábil da continuidade dos exercícios em que se assenta o balanço”, contradizendo assim, a afirmativa de que o CCL precisa ser positivo para a empresa estar equilibrada financeiramente.

Em contradição ao modelo tradicional, Vieira (2005, p. 71) diz que,

embora a classificação tradicional apresente uma série de vantagens, ela se mostra inadequada para uma análise da liquidez, principalmente à luz da empresa no desenvolvimento normal das suas operações, ou seja, em funcionamento. Foi constatado que, compondo o grupo do passivo e do ativo circulantes, se encontram contas que possuem natureza completamente distinta em relação às demais, o que afeta de forma significativa a maneira de enforcarmos a situação financeira da empresa.

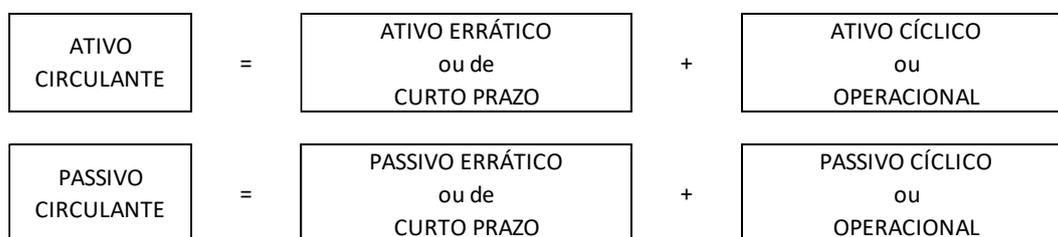
2.4.2. O novo modelo

Contas do ativo e passivo se renovam de forma constante conforme as operações da empresa se desenvolvem, assim a necessidade da sua reclassificação. Tal reclassificação foi conceituada segundo Vieira (2005, p. 71) da seguinte maneira:

No desenvolvimento das suas operações, a empresa realiza aplicações que têm por objetivo apoiar o giro dos seus negócios. São aplicações de caráter essencialmente operacional, ligadas à atividade da empresa e vinculadas ao ritmo das suas atividades operacionais, a exemplo das contas a receber de clientes e dos estoques. Essas contas são denominadas **contas cíclicas do ativo, ativo cíclico ou ativo operacional**. Por outro lado, as operações da empresa fornecem recursos que são utilizados no financiamento das suas atividades, apresentando características semelhante às contas do ativo cíclico, estando vinculadas às atividades operacionais, a exemplo das contas de fornecedores e impostos operacionais. Essas contas são denominadas **contas cíclicas do passivo, passivo cíclico ou passivo operacional**.

Vieira (2005, p. 71) nomeou tal classificação como um “Novo critério de classificação do balanço”, ilustrado conforme a figura 04 abaixo.

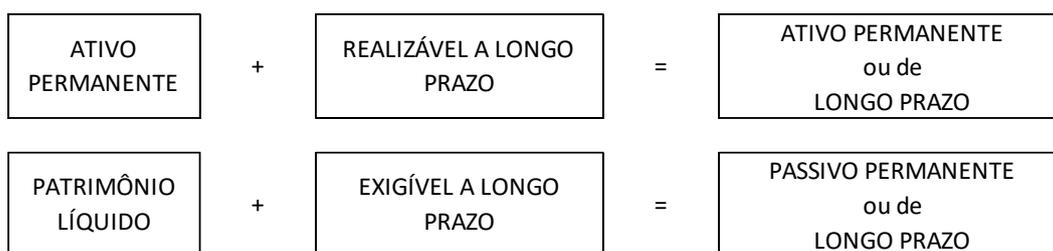
Figura 04 – Contas operacionais e de curto prazo.



Fonte: Adaptado de Vieira (2005, p. 72).

O balanço patrimonial contém ainda as contas de natureza de longo prazo. Segundo Vieira (2005, p. 72) essas contas não estão vinculadas às operações da empresa. Do lado dos passivos, estão o patrimônio líquido e o exigível de longo prazo. Do lado dos ativos, estão o ativo permanente e realizável a longo prazo. A figura 05 ilustra esta classificação.

Figura 05– Contas de longo prazo.



Fonte: Adaptado de Vieira (2005, p. 72).

Dessa forma, pode-se dizer que as contas cíclicas possuem natureza operacional, enquanto as contas erráticas são relacionadas com os aspectos táticos do curto e curtíssimo prazos, geralmente administrados pela tesouraria. As contas permanentes, por outro lado, apresentam comportamento fortemente influenciado pelas decisões estratégicas da empresa relativas aos investimentos no permanente, à contratação de fontes de financiamento de longo prazo próprias e de terceiros e à retenção de lucros para reinvestimento. (VIEIRA, 2005, p. 72)

Diferentemente da análise tradicional, a análise dinâmica direciona para aspectos da gestão da empresa. Assim a estrutura de balanço idealizada por Fleuriet busca evidenciar todos os aspectos relativos ao processo de tomada de decisões estratégicas empresariais. O quadro 06, ilustra os principais valores patrimoniais e financeiros que compõem cada um desses grupos.

Quadro 06 – Estrutura de balanço de acordo com Modelo Dinâmico

		ATIVO	PASSIVO	
CIRCULANTE	FINANCEIRO	ATIVO CIRCULANTE ATIVO ERRÁTICO/CURTO PRAZO Caixa e bancos Aplicações financeiras Outras contas não operacionais	FINANCEIRO	PASSIVO CIRCULANTE PASSIVO ERRÁTICO/CURTO PRAZO Empréstimos Bancários Financiamentos Debêntures Dividendos e IR Outras contas não operacionais
	OPERACIONAL	ATIVO CÍCLICO/OPERACIONAL Clientes Estoques Adiantamento e Despesas de Exercício Futuro Outras contas operacionais	OPERACIONAL	PASSIVO CÍCLICO/OPERACIONAL Fornecedores Salários e encargos Impostos e taxas operacionais Adiantamento de clientes Outras contas operacionais
PERMANENTE		ATIVO PERMANENTE/LONGO PRAZO Realizável a longo prazo Permanente		PASSIVO PERMANENTE/LONGO PRAZO Exigível a longo prazo Patrimônio líquido

Fonte: Adaptado de Vieira (2005, p. 74) e Assaf Neto e Silva (1995, p. 54, *apud* TAVARES, 2002, p. 51)

Assim como o balanço patrimonial a demonstração de resultado do exercício também é alvo da reclassificação. O principal objetivo nesse caso é definir os diferentes níveis de lucros gerados pela empresa, sendo: lucro operacional, capacidade de autofinanciamento e o autofinanciamento.

Conforme Brasil e Brasil (1993), o modelo reclassificado do DRE pode ser apresentado no quadro 07 a seguir.

Quadro 07 – Reclassificação da DRE

Receita Líquida de Vendas	
(-)	Custo dos Serviços Prestados
(-)	Despesas Administrativas
(-)	Despesas de Vendas
(+)	Depreciações
=	LUCRO BRUTO OPERACIONAL - 1º Nível
(-)	Despesas Financeiras Líquidas
(- / +)	Resultado da Correção Monetária
(+ / -)	Receitas e Despesas não operacionais
(-)	Imposto de Renda do Exercício
=	CAPACIDADE DE AUTOFINANCIAMENTO - 2º Nível
(-)	Dividendos Distribuídos no Exercício
=	AUTOFINANCIAMENTO - 3º Nível

Fonte: Brasil e Brasil (1993, *apud* PEREIRA FILHO, 1997, p. 61)

O primeiro nível é considerado por Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), como a produtividade da atividade desenvolvida por uma organização. O segundo e o terceiro nível referem-se às atividades de distribuição do lucro operacional entre os principais interessados da atividade empresarial, sendo: (i) governo, (ii) banqueiros e (iii) acionistas. (BRASIL e BRASIL, 1993, p. 10, *apud* PEREIRA FILHO, 1997, p. 62).

O saldo remanescente constitui o autofinanciamento da organização, sendo para Brasil e Brasil (1993, p. 11, *apud* PEREIRA FILHO, 1997, p. 62), “a principal fonte de crescimento do Capital de Giro (CDG), ao ser incorporado ao Patrimônio Líquido da empresa”.

Assim sendo, apresenta-se a seguir o modelo dinâmico (Modelo Fleuriet), a partir do qual se desenvolve as análises financeiras deste trabalho.

2.5. Análise financeira via modelo dinâmico

Anteriormente ao Modelo Dinâmico, as análises se limitavam apenas ao aspecto da solvência, este apurado por indicadores de liquidez, determinados através do Balanço Patrimonial. O Modelo Dinâmico, idealizado por Michel Fleuriet no final dos anos 70, foi apresentado com propósito de complementar a análise tradicional, assim a análise passou a ser feita através de uma base dinâmica, onde salientou-se os aspectos financeiros da liquidez.

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), buscaram responder o seguinte questionamento: “como fazer a empresa continuar funcionando e pagando seus compromissos em dia?” Diferentemente do conceito existente que não considerava a continuidade da empresa e sim o que sobraria se esta fechasse as portas.

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), afirmam que o primeiro passo para a implantação do modelo é relacionar as contas de ativo e passivo de acordo com a realidade dinâmica da firma, considerando-as com o tempo, defendendo assim a ideia de fluxo contínuo de produção. Ainda mais importante, é necessário que a divisão dos elementos de curto e longo prazo do Balanço Patrimonial, estejam separados entre as atividades operacionais daqueles alheios a essas atividades.

Este é um método mais dinâmico especialmente em relação ao capital de giro. Segundo Modro *et al.* (2012, *apud* AGUILAR, 2013) o capital de giro pode ser conceituado como o grupo de recursos cuja finalidade é financiar a atividade principal da empresa. Além disso, ressalta que para garantir a continuidade e desenvolvimento da organização, deve-se atentar aos reinvestimentos a cada ciclo de operações de modo a possibilitar a geração de lucro.

O ciclo das operações representa a base conceitual do ciclo operacional, econômico e financeiro que segundo Fleuri et, Kehdy e Blanc (2003) são conceituados da seguinte maneira:

- Ciclo Econômico (CE): é caracterizado pelo prazo decorrido entre as entradas de matérias-primas e insumos da operação (compras) e as saídas de produtos acabados (vendas), ou seja, é o prazo necessário para que a empresa gere resultado econômico (lucro ou prejuízo);
- Ciclo Financeiro (CF): é caracterizado pelo prazo decorrido entre as saídas (pagamento a fornecedores) e as entradas de caixa (recebimentos das vendas) correspondentes a operação, ou seja, é o prazo para qual a empresa demandará recursos para se financiar;
- Ciclo Operacional (CO): corresponde ao processo operacional completo, compreendido entre a compra de matérias-primas e seus respectivos insumos da operação e o recebimento da venda.

A fórmula para cálculo dos ciclos que envolvem estas operações é detalhada por Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 603 *apud* AGUILAR, 2013, p. 25):

- $CO = PME + PMRV$;
- $CE = PME$;
- $CF = CO - PMP$.

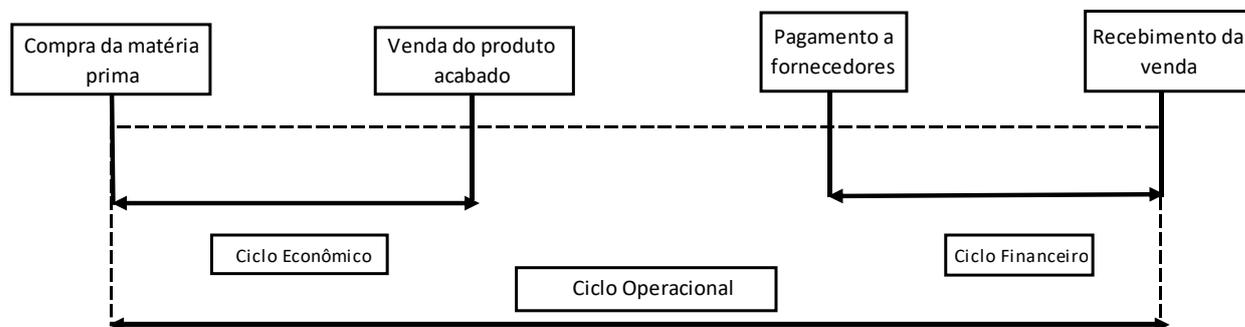
Onde, PME = Prazo médio de estocagem, PMRV = Prazo médio de recebimento das vendas, PMP = Prazo médio de pagamento de matéria-prima:

- $PME = 360 / (\text{Custo do Produto Vendido (CPV)} / \text{Valor Médio dos Estoques})$;
- $PMRV = 360 / (\text{Vendas} / \text{Valor Médio das Contas a Receber})$;

- $PMP = 360 / (\text{Custo do Produto Vendido (CPV)} / \text{Valor Médio de Fornecedores})$.

A figura 06, de maneira genérica, ilustra as operações mencionadas.

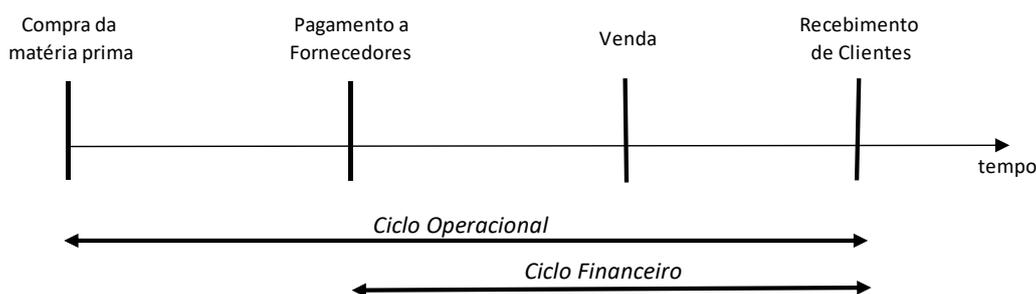
Figura 06 – Ciclo Financeiro e Econômico



Fonte: Adaptado de Vieira (2005, p. 75).

Diante da ilustração acima, duas situações importantes podem ser destacadas para os padrões de uma empresa industrial. A figura 07, simula a **necessidade de recursos** para financiamento de suas atividades operacionais de uma empresa, uma vez que apenas parte do ciclo operacional são financiados por crédito espontâneo.

Figura 07 – Ciclo operacional e ciclo financeiro positivo

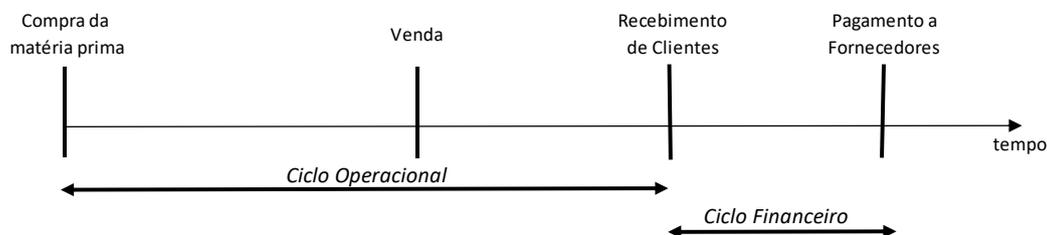


Fonte: Adaptado de Pereira Filho (1997, p. 58).

Ao observar a figura 08, nota-se uma situação de ciclo financeiro negativo, assim dispondo a empresa de uma **fonte de recursos** para outras aplicações. Segundo Pereira Filho (1997, p. 58), essa situação “trata-se de uma situação

rara, sendo verificada basicamente em supermercados, empresas de transporte e outros”.

Figura 08 – Ciclo operacional e ciclo financeiro negativo



Fonte: Adaptado de Pereira Filho (1997, p. 58).

O ciclo financeiro, se bem dimensionado e administrado, permite à organização gerar liquidez e lucratividade suficientes a fim de suprir a necessidade para sua sobrevivência e prosperidade. O capital de giro nada mais é do que, o montante de recursos necessários para a manutenção desse ciclo rotineiro (financeiro). Assim o capital de giro “refere-se aos recursos financeiros, próprios ou de terceiros, necessários para sustentar as atividades operacionais, no dia-a-dia das empresas”. (MATIAS, 2007, p. 28).

O modelo dinâmico proposto por Fleuriet utiliza as seguintes variáveis como base:

- Necessidade de Capital de Giro (NCG);
- Capital de Giro (CDG);
- Saldo de Tesouraria (T).

Segundo Fleuriet e Brasil (1979, *apud* TAVARES, 2002, p.52), o CDG é geralmente a principal fonte de fundos da empresa, enquanto que a NCG é considerada uma aplicação operacional, e o T uma fonte ou uma aplicação o que dependerá do seu sinal, positivo ou negativo.

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), enfatizam que “tais indicadores são extraídos a partir do ciclo financeiro da empresa estudada, demonstrando assim a característica temporal da análise”.

Sabendo que NCG, CDG e T podem assumir diferentes posições em função do sinal algébrico, Vieira (2005, p. 107) construiu o seguinte quadro 08 para servir como guia de interpretação.

Quadro 08 – As variáveis-chaves como fontes e aplicações de recursos

Variáveis-Chaves do Modelo Dinâmico	Positiva	Negativa
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	Aplicação	Fonte
Capital de Giro (CDG)	Fonte	Aplicação
Saldo de Tesouraria (T)	Aplicação	Fonte

Fonte: Vieira (2005, p. 107)

2.5.1. A necessidade do capital de giro (NCG)

No modelo tradicional, o Capital Circulante Líquido (CCL) é definido como: $CCL = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$. Este indicador, quando utilizado para determinar quão facilmente a empresa paga suas despesas num horizonte curto de tempo, está sendo equivocadamente definido, uma vez que, a maior parte desses ativos estão ligados ao processo de produção da empresa, sendo assim, a empresa não possui garantia de poder liquidar imediatamente ativos como: clientes, adiantamento a fornecedores e estoques. Assim o CCL é uma medida de liquidez em caso de falência, sendo um erro afirmar que quanto maior o CCL maior é a liquidez. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Para Fleuriet a necessidade do capital de giro (NCG) é demonstrada pela diferença das contas cíclicas do passivo e das contas cíclicas do ativo. Define-se a necessidade de capital de giro pela equação abaixo:

$$NCG = \text{Ativo Cíclico Operacional} - \text{Passivo Cíclico Operacional}$$

A diferença do NCG para o CCL é justamente as contas consideradas no ativo e passivo circulante. Enquanto o CCL não delimita essas contas, o NCG preocupa-se em considerar apenas ativos e passivos cíclicos. Conforme Silva (2012, p.170), “A Necessidade de Capital de Giro é a principal determinante da situação financeira de uma empresa, expressando o nível de recursos necessários para a manutenção do giro dos negócios”

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), de um modo geral nas empresas industriais, as saídas ocorrem antes das entradas de caixa. Nesse caso, tem-se uma NCG positiva. Esse tipo de situação gera uma necessidade de financiamento com fundos permanentes da empresa a fim de capacitar o andamento produtivo da empresa.

Em contrapartida, tem-se a NCG negativa, nesse caso, as empresas recebem antes de desembolsar. Empresas de serviços por exemplo, em sua maioria, exigem níveis altos de entrada e pagamentos antecipados, nesse sentido, conseguem conquistar uma NCG negativa.

Positiva ou negativa, a NCG dependerá principalmente do setor de atuação da empresa, do poder de barganha, volume e modelo do negócio. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Segundo Brasil e Brasil (1993), essa variável engloba e mensura os investimentos operacionais necessários para a empresa manter-se em funcionamento sob um determinado nível de atividade.

2.5.2. O capital de giro (CDG)

No Modelo Dinâmico, o Capital de Giro (CDG), segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) representa,

uma fonte permanente de fundos para a empresa com o propósito de financiar sua Necessidade de Capital de Giro. A fim de reformular um valor de financiamento de operações ao conceito, o Capital de Giro no Modelo Dinâmico é calculado como a diferença entre o Passivo Não Circulante (=Passivo de Longo Prazo + Patrimônio Líquido) e o Ativo Não Circulante.

Assim, tem-se a equação abaixo para CDG.

$$\text{CDG} = \text{Passivo Permanente} - \text{Ativo Permanente}$$

“Quanto positiva, essa variável indica que existem recursos em excesso para a cobertura dos investimentos em ativos permanentes, ficando a parte excedente para aplicação em ativos de curto prazo”. (TAVARES, 2002, p.52).

Conforme Matias (2007), o capital de giro envolve os recursos, próprios ou de terceiros, necessários para suportar as atividades operacionais no dia-a-dia da empresa.

A empreiteira analisada, atuante em sua totalidade como prestadora de serviços à órgãos públicos – segmento esse que possui fluxos de recebimentos bastante previsíveis – nesse sentido, companhias deste seguimento podem optar por uma estrutura com CGL e NCG baixo ou negativo. (MATIAS, 2007).

2.5.3. O saldo de tesouraria (T)

A terceira variável base do Modelo Dinâmico, saldo de tesouraria (T), pode ser conceituada quanto a sua origem, da seguinte maneira:

Quando os recursos de longo prazo originários do capital de giro não são suficientes para satisfazer à demanda operacional de recursos representada pela necessidade de capital de giro, a empresa precisa utilizar fontes de curto prazo, com o objetivo de complementar o financiamento das duas atividades. No balanço patrimonial gerencial, essas fontes podem ser calculadas através das contas erráticas, pela diferença entre as aplicações de curto prazo (ativo errático) e as fontes de curto prazo (passivo errático). Essa fonte de curto prazo é denominada de saldo de tesouraria (T). (VIEIRA, 2005, p. 86-87).

A variável T é determinada pelas seguintes equações:

$$T = \text{Ativo Cíclico Financeiro (Errático)} - \text{Passivo Cíclico Financeiro (Errático)}$$

ou

$$T = \text{CDG} - \text{NCG}$$

Para um saldo de tesouraria negativo, significa que o capital de giro não está sendo suficiente para financiar a necessidade de capital de giro ($\text{CDG} < \text{NCG}$). Dessa forma, a empresa está utilizando recursos de curto prazo para o financiamento da NCG.

Sabendo que o NCG é uma demanda operacional de recursos de longo prazo, “é aconselhável que esta seja financiada com recursos também de longo prazo. Isto significa dizer que a empresa deveria dispor de CDG suficiente para financiar a NCG”. (VIEIRA, 2005, p. 87).

Segundo Vieira (2005 p.87), a realidade da maior parte das empresas brasileiras demonstra um T negativo, tornando assim necessária a complementação dos recursos de longo prazo disponíveis com as fontes de curto prazo.

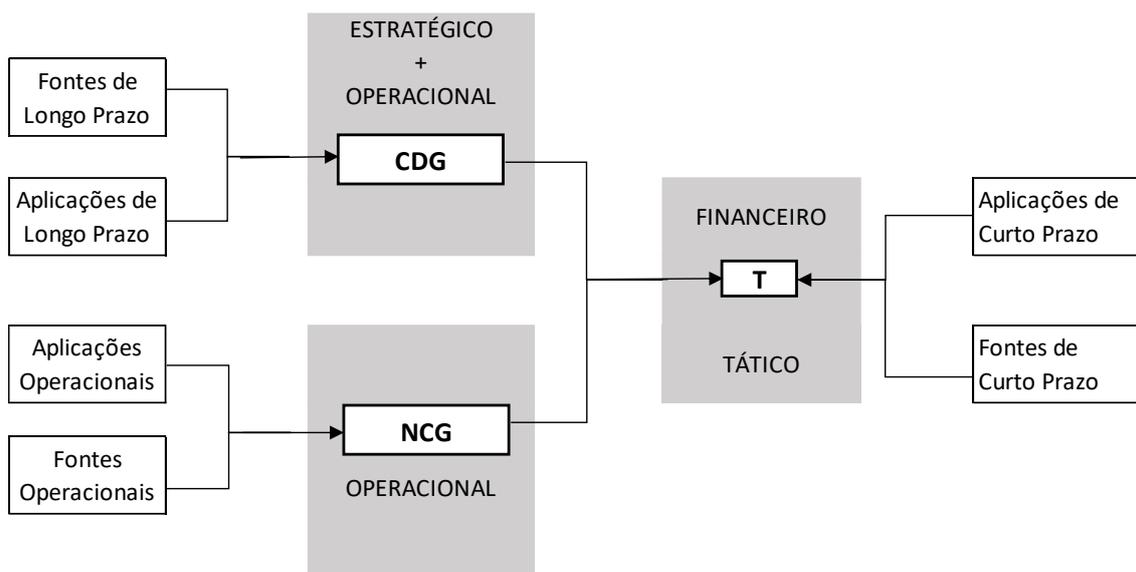
Para um saldo de tesouraria positivo, significa que a empresa dispõe de capital de giro em montante superior à necessidade de capital de giro ($\text{CDG} > \text{NCG}$). Nesse caso, “a empresa aplica um excedente da sua disponibilidade de recursos de longo prazo em aplicações de curto prazo direcionadas, em geral, para o mercado financeiro”. (VIEIRA, 2005, p. 88).

Conforme Assaf Neto e Silva (2002, p. 65), o saldo de tesouraria representa “uma reserva financeira da empresa para fazer frente a eventuais expansões da necessidade de investimento operacional em giro, principalmente aqueles e natureza sazonal”.

O saldo de tesouraria (T), é considerado por Fleuriet e Brasil (1979, p.26) como o “barômetro financeiro da empresa por representar o saldo entre as aplicações e os fundos de curto prazo”.

Vieira (2005, p.89), ilustra o que ele denominou de “Radiografia da formação do saldo de tesouraria”, conforme figura 09 abaixo:

Figura 09 – Radiografia da formação do saldo de tesouraria



Fonte: Adaptado de (VIEIRA, 2005, p.89).

De uma forma sintética, pode-se apresentar o seguinte quadro 09:

Quadro 09 – Apuração do capital de giro.

Ativo Circulante	=	Ativo Cíclico Operacional	+	Ativo Cíclico Financeiro
(-)		(-)		(-)
Passivo Circulante	=	Passivo Cíclico Operacional	+	Passivo Cíclico Financeiro
=		=		=
Capital de Giro	=	Necessidade de Capital de Giro	+	Tesouraria

Fonte: Adaptado de Marques e Braga (1995, p.33, *apud* TAVARES, 2002, p. 54).

2.5.4. Combinações e interpretações dos indicadores

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), a partir da combinação dos indicadores CDG, NCG e T, é possível caracterizar a situação financeira das organizações em seis diferentes situações: excelente, sólida, insatisfatória, péssima, muito ruim e alto risco. Veja quadro 10 a seguir.

Quadro 10 – Tipos de estrutura e situação financeira

Tipo	CDG	NCG	T	Situação
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	+	-	Péssima
V	-	-	-	Muito Ruim
VI	-	-	+	Alto Risco

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

Conforme Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), a combinação dos resultados positivos de CDG e T, e negativo para a NCG, aponta uma situação financeira “excelente” (tipo I), indicando alta capacidade da empresa na liquidação de suas obrigações, uma vez que, as saídas de caixa ocorrem após as entradas.

Uma estrutura do tipo II, representa uma situação financeira “sólida”. Nesse caso, para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), o saldo de tesouraria da empresa é capaz de acompanhar as alterações da NCG, e o CDG é eficiente para cobrir as necessidades do ciclo financeiro.

O tipo III, implica que o montante do CDG não é capaz de suprir a NCG. Empresas que se enquadram nessa estrutura, precisam recorrer à financiamentos de curto prazo, a fim de garantir a parcela do NCG que o CDG não é capaz de cobrir. Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) evidenciam que essa situação financeira é muito comum entre as empresas.

A situação financeira tipo IV é classificada como uma situação financeira “péssima”. De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), essa estrutura sinaliza a utilização de fontes de recursos de curto prazo para financiar a NCG e parte do ativo permanente. Segundo Tavares (2002, p. 55), é considerada péssima, pois, há uma forte indicação que com o passar do tempo a empresa tenderá a apresentar dificuldades para saldar seus compromissos.

Uma estrutura do tipo V, situação financeira caracterizada “muito ruim”, apresenta saldos negativos em todos os indicadores, demonstrando que os ativos de longo prazo são financiados com fontes de recursos de curto prazo. Tavares (2002, p. 55) afirma que nesse caso, “isso mostra que há fontes

cíclicas não onerosas, financiando a atividade da empresa e, ainda assim, ela precisa utilizar recursos financeiros para cobrir os gastos com investimentos em ativos de longo prazo de maturação”.

Por fim, o tipo VI, situação financeira denominada “alto risco”, indicando resultados negativos em CDG e NCG, contudo saldo positivo em T. Nesse caso,

implica uma situação de alto risco, pois a NCG negativa demonstra a existência de fontes cíclicas, de curto prazo, financiando a empresa, o que deveria ser resultado uma posição financeira favorável. Não obstante, como o CDG também é negativo, a empresa, provavelmente, está utilizando esses fundos de terceiros, não onerosos, para financiar os seus ativos de longo prazo, ao mesmo tempo em que mantém recursos, financeiros, aplicados no mercado financeiro – T positivo. (TAVARES, 2002, p.55).

A fim de permitir identificar padrões e estratégias de investimento/financiamento, capazes de auxiliar na avaliação da liquidez e do risco financeiro da organização, Vieira (2005, p. 108) buscou através da construção de quadros-resumo, representar sinteticamente a estrutura de fontes e aplicações de fundos. Ver figura 10 abaixo.

Figura 10 – Estrutura básica de fontes e aplicações

APLICAÇÕES	FONTES
<p>NCG Aplicação Operacional de Recursos</p>	<p>T Fontes de Curto Prazo</p>
	<p>CDG Fontes de Longo Prazo</p>

Fonte: Adaptado de Vieira (2005, p. 108).

A conjugação das três variáveis, NCG, CDG e T, orientam não apenas sobre a estrutura financeira da empresa, mas também acerca de sua situação de liquidez e solvência em um determinado período.

2.5.5. Indicador de liquidez no modelo dinâmico

Ainda no modelo dinâmico, uma terceira informação sobre a situação financeira da empresa pode ser obtida. Chamado por Vieira (2005, p. 118) de “Indicador de Liquidez”, o indicador é determinado pela proporção entre o saldo de tesouraria (T) em relação ao módulo da NCG, podendo assumir valores tanto positivos quanto negativos.

$$\text{Indicador de LIQUIDEZ (IL}_{NCG}) = \frac{T}{/NCG/}$$

Segundo Vieira (2005, p. 119),

quanto mais negativo for o valor apresentado pelo indicador, significando maior utilização de recursos de curto prazo originados das instituições financeiras, pior tenderá a ser a situação financeira da empresa. O cálculo do indicador de liquidez T/INCGI deverá ser complementado por uma avaliação da estrutura financeira da empresa e por uma visão retrospectiva acerca do seu comportamento, de forma a enriquecer as informações analisadas.

Em teoria, o indicador de liquidez, quanto positivo, indica empresas em posição de aplicadora líquida de curto prazo, enquanto empresas que assumem valor negativo, nesse caso, há situação é de captadora líquida de curto prazo. (VIEIRA, 2005, p. 120),

2.5.6. Análise de tendência: o efeito tesoura

Vieira (2005, p. 121) afirma que a situação de liquidez da empresa deve ser acompanhada por uma análise de tendência, tal avaliação pode ser realizada pela verificação da evolução do saldo de tesouraria (T) em relação à NCG, calculando assim o Indicador de Liquidez ao longo do tempo e possibilitando a identificação de tendências de evolução e a busca por elementos que permitem projetar hipóteses em relação ao futuro.

Empresas onde é identificado um crescimento da NCG superior ao do CDG, diz-se que essa organização convive com o denominado efeito tesoura (ASSAF NETO, 2012, p. 204).

Nas palavras de Vieira (2005, p. 122), o efeito tesoura se instala quando,

ocorre um descompasso entre a evolução das fontes disponíveis de longo prazo (CDG) e as aplicações que precisam ser financiadas (NCG). Nessa situação, T se torna crescentemente negativo, evidenciando uma dependência cada vez mais acentuada dos recursos de curto prazo para o financiamento das atividades da empresa. Este processo persistente eleva o risco financeiro e se materializa quando ocorre um crescimento significativo e continuado do saldo negativo de tesouraria, manifestado pela deterioração do indicador T/INCGI ao longo do tempo.

Assim, o efeito tesoura mostra ser um indicativo de um desequilíbrio crescente entre o comportamento da NCG e do CDG, de tal forma que esse descompasso provoca um crescimento relativo significativo do saldo de tesouraria (T).

Num esquema visual, é possível visualizar que quanto maior a distância entre a linha do NCG (aplicações operacionais) e a linha do CDG (fonte de longo prazo), maior será o valor relativo de T, sendo assim, maior será a abertura da tesoura (VIEIRA, 2005, p. 122)

Vieira (2005, p. 123) e Assaf Neto (2012, p. 204), levantam alguns fatores principais que podem contribuir para o desenvolvimento do efeito tesoura, são eles:

- a) crescimento elevado do nível de atividade empresarial (*overtrade*)¹⁰;
- b) investimentos elevados com retorno a longo prazo;
- c) crescimento expressivo do ciclo financeiro;
- d) baixa geração de lucros;
- e) investimento com baixo retorno;
- f) inflação elevada;

¹⁰ Uma empresa em situação de *overtrade*, possivelmente está a vender mais produtos do que possa produzir, caracterizando um desequilíbrio financeiro.

- g) distribuição de resultados elevada com alto percentual de dividendos;
- h) redução das vendas;
- i) desvio de recursos do giro para imobilizações.

3. METODOLOGIA

Segundo Yin (2001), o estudo de caso é um método qualitativo que consiste de forma geral, no aprofundamento de uma unidade individual. O presente trabalho foi desenvolvido sob a forma de pesquisa bibliográfica e estudo de caso descritivo. Conforme Gil (2009, p. 50), “a pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”. Para Yin (2001), o estudo de caso investiga um fenômeno contemporâneo sem uma interferência significativa do pesquisador, sendo ele descritivo, o objetivo é descrever, analisar, e discutir o estudo de caso, desenvolvendo teorias mais genéricas a respeito das características do fenômeno observado.

Para esta pesquisa foram utilizadas as demonstrações financeiras da empresa, tais como, Balanço Patrimonial e o Demonstrativo de Resultado do Exercício, ambos dos anos 2012 a 2016, estes que disponibilizam dados contábeis relativos à empresa e foram sintetizados em informações a fim de auxiliar na interpretação dos dados.

Na tentativa de proporcionar a melhor compreensão dos temas relacionados, a pesquisa bibliográfica desse estudo de caso, compreendeu uma busca detalhada por meio de diversas literaturas das áreas, contábil, administrativa e financeira, a fim de contextualizar estudos e pesquisas que se relacionem com o contexto do trabalho.

O universo da pesquisa compreende uma empresa de construção civil, aqui tratada em grande parte da pesquisa como “a Construtora”. Conforme Gil (2009), “o pesquisador seleciona os elementos a que tem acesso, admitindo que estes possam de alguma forma, representar o universo”, assim sendo,

pode-se classificar o tipo de amostragem desse estudo de caso como amostragem não probabilística.

No estudo, o pesquisador permanecerá em posição neutra aos dados coletados, observando de maneira autêntica o comportamento dos resultados obtidos das análises.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS

Sabendo que o autor não possui parâmetros e conhecimentos avaliativos suficientes para diagnosticar a fidelidade dos dados constados nas demonstrações financeiras, e ainda, sustentar uma afirmação plausível de possíveis indícios de equívocos, achou-se mais adequado supor que as demonstrações são fidedignas e retratam a realidade da empresa, embora as mesmas não tenham sido objeto de auditoria externa. Ao fim deste trabalho, o autor deixa suas considerações mediante a coerência dos resultados com a realidade da construtora.

As análises financeiras embasaram-se nas demonstrações estruturadas de acordo com o modelo dinâmico, no entanto, a fim de possibilitar a coleta de alguns indicadores financeiros, utilizou-se também as demonstrações em estruturas tradicionais. Ressalta-se que todas as demonstrações tiveram seus valores reajustados para o ano-base 2016, a fim de equalizar o comportamento do dinheiro ao longo do tempo.

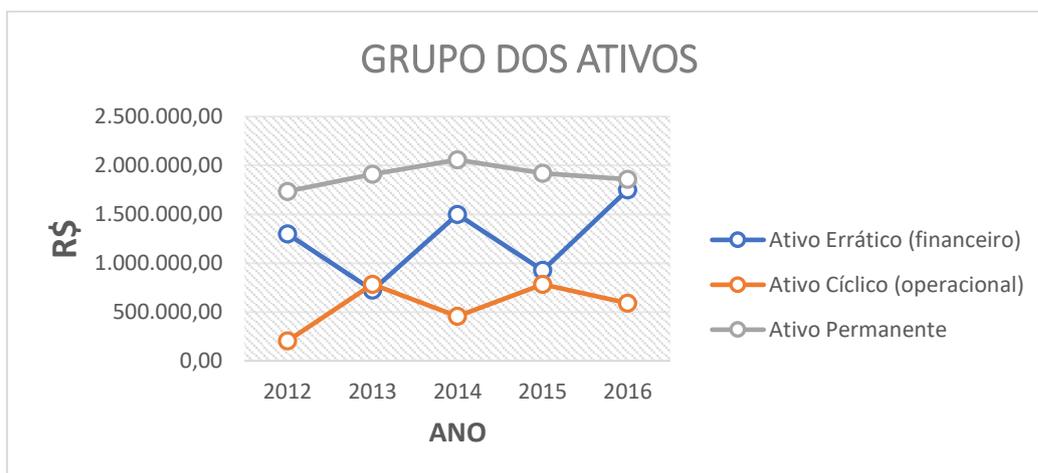
Por mais que há críticas negativas ao modelo tradicional expostas neste trabalho, considerou-se no mínimo interessante a avaliação por meio de indicadores do modelo tradicional a fim de enriquecer o estudo de caso e criar novas interpretações mediante as comparações que intuitivamente possam surgir.

4.1. Análise das demonstrações financeiras

No balanço patrimonial, as contas mais representativas do grupo ativo total são “Caixa” na posição de ativo errático e “Clientes” na posição de ativo cíclico. Já no grupo dos passivos a conta mais expressiva é a conta “Empréstimos e Financiamentos” na posição de passivo permanente (exigível a longo prazo).

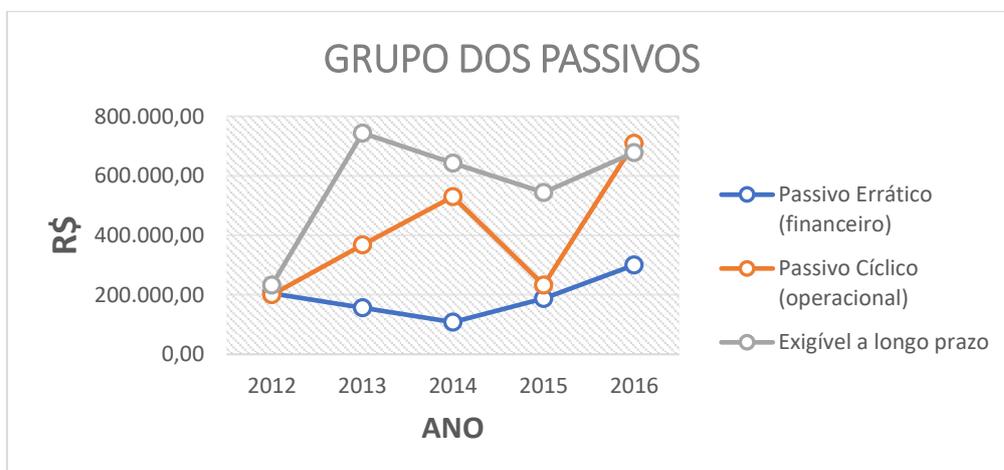
As análises das demonstrações se deram a partir da reestruturação do balanço tradicional para uma estrutura dinâmica proposta por Fleuriet. Assim, os gráficos abaixo buscam ilustrar o comportamento dos principais grupos do balanço patrimonial (gráfico 02 e 03).

Gráfico 02 – Comportamento das principais contas no grupo dos ativos



Fonte: Elaborado pelo autor.

Gráfico 03 – Comportamento das principais contas no grupo dos passivos



Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2. Análise vertical e horizontal

Entre 2012 e 2013 a queda de 44% do ativo errático (curto prazo) pode ser explicada pela redução de 24% da conta “Empréstimos e Financiamentos” do passivo errático (curto prazo), indicando liquidação de parte do financiamento da máquina retroescavadeira. O aumento de 46% do ativo permanente (imobilizado) e a redução de 72% da conta “Clientes”, indica o recebimento por parte dos clientes, nesse caso, uma das prefeituras municipais (valor recebido: R\$ 200.000), sendo esse capital destinando ao investimento em imobilizados como, móveis, veículos, equipamentos eletrônicos e dois imóveis.

A partir de 2013 até 2016, observa-se um aumento contínuo da conta “Caixa”, salvo entre 2014 e 2015, onde nota-se uma redução de 27%. A conta “Empréstimos e Financiamentos” de curto prazo entre esses anos (2014 e 2015), mostra uma elevação de 74%, o que pode ser explicada pelo aumento de 81% da conta “Clientes”, ou seja, com o aumento da conta “Clientes”, empréstimos de curto prazo e disponíveis em caixa, foram utilizados para financiar as operações. Esse ano foi marcado pela inadimplência por parte de uma das prefeituras, que até o último ano analisado, ainda não haviam indícios do recebimento (valor em 2013: R\$ 190.000).

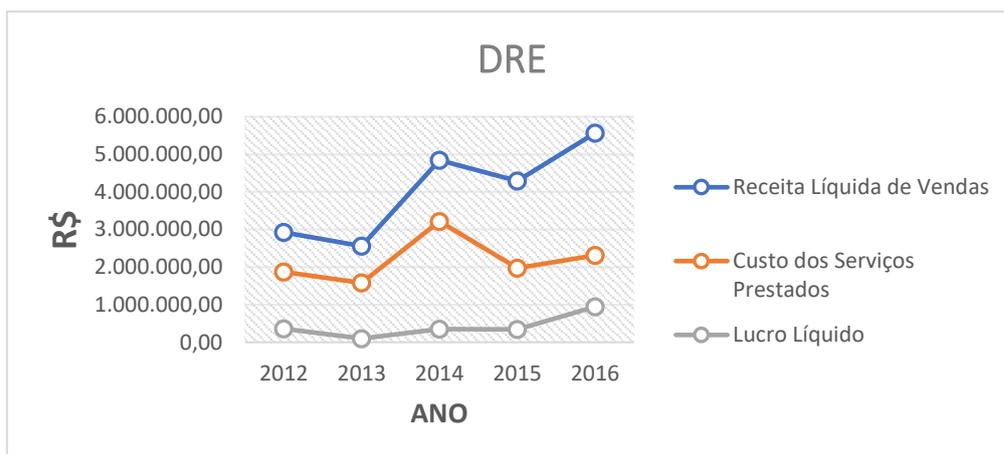
As demonstrações nos anos 2015 e 2016 mostram variações bem interessantes e representativas. O aumento da receita bruta de 31% indica um maior volume das operações, período esse marcado pelo maior número de obras em andamento na Construtora. Com a elevação dos serviços, contas do passivo cíclico aumentaram substancialmente, como “Impostos e Contribuições a recolher” (68%), “Salários e retiradas a pagar” (120%) e “Fornecedores” (823%), destaque também no passivo permanente, para um aumento de 25% da conta “Empréstimos e Financiamentos”. Já no lado dos ativos, destaque para as contas “Caixa”, apontando acréscimo de 37% e “Bancos” com aumento de 138%.

O principal motivo para essa desproporção entre a evolução das contas do ativo cíclico com as contas do passivo cíclico no ano de 2016, deve-se aos

reajustes não realizados em obras municipais de contratos que excederam 12 meses, essas (obras) que haviam sido iniciadas no ano de 2013. O não equilíbrio contratual, mediante a elevação nos preços dos insumos ao longo dos anos, comprometeu a rentabilidade da obra. O valor até a elaboração desse trabalho, ainda é devido, mas não registrado contabilmente. Em 2016 os valores dos reajustes contratuais acumulavam o valor de R\$ 489.000,00.

Já a Demonstração de Resultado do Exercício, apresentou variações consideráveis na “Receita Líquida”, o percentual de variação foi de -12% (2012 – 2013), +89% (2013 - 2014), -11% (2014 – 2015) e +30% (2015 – 2016). A sequência das variações, mostram uma evolução positiva nas operações da empresa. Veja o gráfico 04 abaixo

Gráfico 04 – Comportamento das principais contas no DRE



Fonte: Elaborado pelo autor.

A DRE, teve como principais movimentações as contas “Custo dos Serviços Prestados”, representando em média, 54% das “Receitas Brutas” ao longo dos anos e “Despesas Administrativas” representando média de 25% do total das Receitas Brutas, porém, com queda maior no ano de 2015, dando lugar as “Despesas de Vendas”, representada em 25% nesse ano. As “Despesas Financeiras” tiveram participações inexpressivas e não foram comentadas.

Salienta-se que os custos dos serviços prestados, mantiveram certa proporcionalidade com as variações das receitas líquidas (graf. 04), mantendo praticamente inalteradas suas representatividades em relação as outras

contas, salvo o ano de 2015, onde a diferença entre essas contas se destacou. O motivo é devido ao aumento da conta “Despesas com Venda” que passou a ser representativa nos anos de 2015 (24%) e 2016 (13%).

O lucro líquido, nesse caso representado por “Autofinanciamento – 3º Nível”, obtido pela reclassificação do DRE, apresentou variação de crescimento de 352% em 2014 e 274% em 2016, passando de 4% (2013) para 7% (2014) e 8% (2015) para 16% (2016) se comparado com as receitas brutas. Quedas também significativas nos demais anos, em 2015 representando uma queda de 2% e em 2013, uma queda de 96%.

4.3. Análise dos indicadores do modelo dinâmico

Após aplicação das fórmulas apresentadas para o modelo dinâmico mencionadas nesse trabalho, obteve-se os resultados dispostos no quadro 11 abaixo, onde consta os valores dos principais indicadores desse modelo ao longo dos anos analisados.

Quadro 11 – Indicadores do modelo dinâmico da Construtora

INDICADOR	NCG	CDG	T	IL _{NCG}
2016	-118.055,71	1.332.660,76	1.450.716,47	12,29
2015	550.819,22	1.288.454,87	737.635,65	1,34
2014	-72.168,09	1.318.598,67	1.390.766,76	19,27
2013	415.311,40	982.848,92	567.537,52	1,37
2012	3.901,14	1.098.935,73	1.095.034,59	280,70

Fonte: Elaborado pelo autor.

Visto o comportamento do indicador de liquidez, pode-se afirmar que a empresa em todos os anos se comportou como aplicadora líquida de curto prazo. Embora o valor do saldo de tesouraria (T) no ano de 2016 supere todos os outros anos, nos anos 2014 e 2012, nota-se que o indicador de liquidez assume valores maiores pelo fato de que nesses anos a NCG apresenta valores modulares menores, não necessariamente indicando maior demanda

operacional de recursos no ano de 2016, pelo contrário, em 2016 existe a inexistência por demanda desses recursos.

Quadro 12 – Combinações, tipos e situações da estrutura da Construtora

INDICADOR	2016	2015	2014	2013	2012
NCG	-	+	-	+	+
CDG	+	+	+	+	+
T	+	+	+	+	+
Tipo	I	II	I	II	II
Situação	Excelente	Sólida	Excelente	Sólida	Sólida

Fonte: Elaborado pelo autor.

O sinal positivo para CDG em todos os anos indica a existência de recursos em excesso para a cobertura dos investimentos em ativos permanentes, ficando o excedente disponível para aplicação em ativos de curto prazo.

Já o sinal positivo de T em todos os anos, significa que a empresa dispõe de capital de giro em montante superior à necessidade de capital de giro ($CDG > NCG$). Assim, a construtora aplica esse excedente proveniente da disponibilidade de recursos de longo prazo em aplicações de curto prazo.

Nota-se que dois tipos de situações predominaram ao longo desses cinco anos, a situação **excelente** nos anos 2016 e 2014, caracterizada por uma situação onde não há necessidade de recursos para a manutenção do giro dos negócios, indicando alta capacidade da Construtora na liquidação de suas obrigações, uma vez que, as saídas de caixa ocorrem após as entradas.

Os demais anos 2015, 2013 e 2012, oferecem uma situação **sólida**, no entanto, diferentemente dos anos 2016 e 2014, estes demandam recursos para financiar suas operações ($NCG > 0$), nesse tipo de situação, há a necessidade de financiamento com fundos permanentes da empresa a fim de capacitar o andamento produtivo da empresa.

Utilizou-se os quadros-resumo (figura 11), com a finalidade de complementar as análises das variáveis-chaves ao longo dos anos, permitindo a identificação

de padrões e estratégias de investimento/financiamento, conseqüentemente da liquidez e do risco financeiro da empresa.

Figura 11 – Quadros-resumo da Construtora 2012 - 2016

2012		2013		2014	
APLICAÇÕES	FONTES	APLICAÇÕES	FONTES	APLICAÇÕES	FONTES
1.098.935,73	1.098.935,73	982.848,92	982.848,92	1.390.766,76	1.390.766,76
T	CDG	T	CDG	T	NCG
1.095.034,59		567.537,52			-72.168,09
NCG	1.098.935,73	NCG	982.848,92	1.390.766,76	CDG
3.901,14		415.311,40			1.318.598,67
2015		2016			
APLICAÇÕES	FONTES	APLICAÇÕES	FONTES		
1.288.454,87	1.288.454,87	1.450.716,47	1.450.716,47		
T	CDG	T	NCG		
737.635,65			-118.055,71		
NCG	1.288.454,87	1.450.716,47	CDG		
550.819,22			1.332.660,76		

Fonte: Elaborado pelo autor.

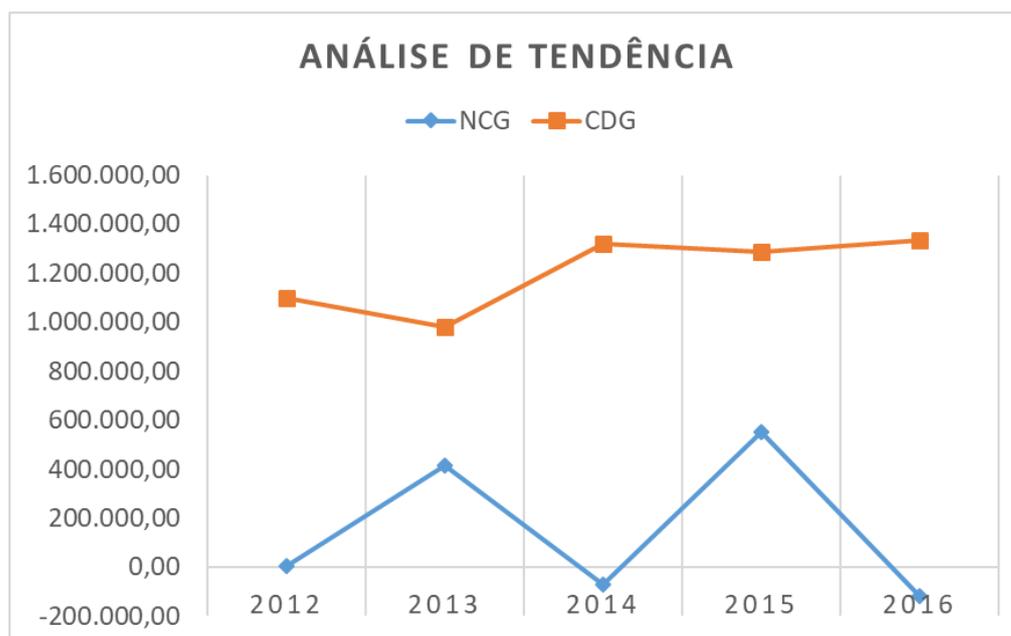
Os anos 2012, 2013 e 2015 trazem uma estrutura idêntica nos quadros da figura 11, esses anos são caracterizados por disporem de CDG (CDG > 0 = Fonte) suficientes para financiar as aplicações operacionais na NCG (NCG > 0 = Aplicação) e ainda realizar aplicações de curto prazo (T > 0 = Aplicação). A situação oferece conforto à empresa, já que existe contingente de liquidez que poderia ser utilizada em caso de imprevistos no fluxo de caixa da Construtora. (VIEIRA, 2005, p. 115)

Já nos anos 2014 e 2016, encontra-se também uma estrutura idêntica entre eles. Nesse caso, esses anos caracterizam segundo Vieira (2005, p. 115), a posição mais favorável possível, uma vez que, não existem aplicações operacionais na NCG demandando recursos para o seu financiamento. Pelo contrário, a Construtora através de sua operação gera recursos que, juntamente com os recursos de longo prazo do CDG (CDG > 0 = Fonte), são direcionados para o mercado financeiro em aplicações ou mantidas na forma de caixa, bancos e aplicações financeiras no saldo de tesouraria T (T > 0 = Aplicação). (VIEIRA, 2005, p. 115).

4.4. Análise do efeito tesoura

Por meio do gráfico 05, busca-se ilustrar o comportamento dos indicadores, necessidade do capital de giro (NCG) e capital de giro (CDG) responsáveis por determinar a existência ou não desse fenômeno.

Gráfico 05 – Análise de tendência dos indicadores NCG e CDG da Construtora



Fonte: Elaborado pelo autor.

Sabe-se que o efeito tesoura se dá pelo descompasso do crescimento da NCG em relação ao CDG. Nota-se no gráfico 05 que há uma elevação do CDG entre os 2013 a 2014, a partir desse período, a linha de tendência se comporta de maneira homogênea sem variações expressivas.

Empresas que experimentam o efeito tesoura se caracterizam pela crescente dependência dos recursos financeiros de curto prazo. Nesse caso, o gráfico comporta-se ao oposto que se nota em empresas que experimentam esse fenômeno. Assim, pode-se dizer que não há indícios factíveis que sinalizam a consolidação ou simplesmente tendências desse efeito.

O comportamento mais curioso ficou por conta das oscilações da NCG. O efeito está associado as contas do passivo cíclico operacional, que apresentou

variações elevadas ao longo dos anos, enquanto as contas do ativo cíclico operacional mantiveram variações mais suaves.

4.5. Indicadores econômicos financeiros numa abordagem tradicional

É importante destacar que a Construtora não discriminou dentre os dados divulgados em suas demonstrações financeiras o montante referente aos estoques. Diante disso, não foram calculados os índices de atividade, conseqüentemente CO, CE e CF. Os demais indicadores estão demonstrados no quadro 13 a seguir.

Quadro 13 – Indicadores do modelo tradicional

INDICES DE LIQUIDEZ	2016	2015	2014	2013	2012
Índice da liquidez corrente	2,32	4,07	3,07	2,87	3,01
Índice da liquidez seca	2,32	4,07	3,07	2,87	3,01
Índice da liquidez imediata	1,72	2,18	2,35	1,38	2,51
Índice da liquidez geral	1,70	2,43	2,10	1,92	3,36
INDICES DE ATIVIDADE					
Giro do estoque	-	-	-	-	-
Prazo médio do recebimento (PMRV)	-	-	-	-	-
Prazo médio de pagamento (PMP)	-	-	-	-	-
Giro do ativo total	2,0749	1,9334	1,8643	1,0906	1,4178
INDICES DE ENDIVIDAMENTO					
Índice de endividamento	59%	41%	48%	52%	30%
Relação capital de terceiros/capital próprio	143%	70%	91%	109%	42%
Relação Capital de Terceiros/Passivo Total	59%	41%	48%	52%	30%
Imobilização de recursos permanentes	28%	33%	36%	49%	37%
INDICES DE RENTABILIDADE					
Margem de lucro bruto	61%	56%	36%	41%	38%
Margem de lucro operacional	16%	8%	7%	4%	4%
Retorno sobre o ativo (ROA) ou (ROI)	33%	15%	13%	4%	17%
Retorno sobre o capital próprio (ROE)	80%	25%	25%	9%	24%

Fonte: Elaborado pelo autor.

No tocante aos indicadores de liquidez da Construtora, os resultados apresentam boa gestão financeira, uma vez que, todos os indicadores apresentaram saúde financeira suficiente para honrar seus compromissos. Denota-se uma capacidade de recursos de capital de giro (CCL) médio entre os anos analisados de R\$1.146.453,30 com desvio padrão de R\$235.862,00. Tendo como principal conta de ativo “Caixa” e “Contas a Receber”, e como

principal conta de passivo fornecedores e empréstimos/financiamentos, porém, com capacidade para honrar esses compromissos.

No geral, o Índice de Endividamento ao longo dos anos, mostra que a construtora financiou quase a metade dos seus ativos com dívida. A situação de endividamento indica o volume de dinheiro de terceiros usados para gerar lucros.

Conforme análise, o endividamento da construtora aumentou entre 2012 e 2013, paralelamente houve uma redução da rentabilidade, o que indica que o aumento desse endividamento não favoreceu uma alavancagem financeira. Apesar de um aumento de 3% entre o ano de 2012 e 2013 na Margem do lucro bruto, o que realmente chamou atenção foi uma drástica redução dos índices ROA e ROE, de -13% e -15%, respectivamente. Pode-se dizer então que houve uma queda na eficácia geral da administração na geração de lucros a partir de ativos disponíveis, mesmo com aumento do endividamento.

Já entre os anos 2013 a 2016, apesar do aumento do endividamento, todos os índices de rentabilidade aqui utilizados, sem exceções, mantiveram-se em ascensão. O que demonstra comportamento contrário dos primeiros anos analisado. Nesse período (2013 a 2016), houve aumento 110% da receita bruta.

4.6. Comparação dos resultados

Em relação aos indicadores de liquidez, pode-se dizer que uma análise dinâmica permite uma análise alternativa da liquidez, ao contrário dos indicadores tradicionais (índices de liquidez, corrente, seca e imediata) que não considera que certas contas do ativo circulante não possuem liquidez que suprimam obrigações do passivo circulante.

Visto os resultados nas duas abordagens, nota-se que ambos entregaram resultados que reforçam a boa liquidez da Construtora diante dos dados presentes nas demonstrações financeiras. Enquanto a análise tradicional

mostra que para cada uma unidade monetária do passivo de curto prazo, existem mais de uma unidade monetária do ativo de curto prazo para assumi-la, na abordagem dinâmica uma gama de informações são fornecidas, porém, ambas concordam que a empresa possui uma capacidade de liquidez bastante favorável.

Já os indicadores de endividamento do modelo tradicional mostram certa dependência da empresa em relação ao capital de terceiros, com maior valor no ano de 2016. A análise comparativa nesse sentido se dá pela complementação que um modelo pode auxiliar ao outro. No ano imediatamente anterior a 2016, nota-se que a necessidade de capital de giro é a maior ao longo dos anos, o autor interpreta que a NCG demandando recursos para financiar suas operações em 2015, teve reflexos em 2016 pela utilização do capital de terceiros em volumes maiores. As consequências desta dependência podem aumentar consideravelmente o risco financeiro da empresa, e seu monitoramento é um parâmetro importante para a avaliação da sua situação de liquidez.

Em 2016, os indicadores tradicionais de rentabilidade indicaram os maiores valores ao longo dos anos, sem exceções. Nesse mesmo ano, os indicadores do modelo dinâmico mostraram os resultados mais atrativos também, caracterizando uma situação “excelente”, mostrando que situações favoráveis numa análise do capital de giro, estão relacionadas com os retornos das operações, ou vice-versa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho permitiu concluir que a contabilidade objetiva fornecer informações adequadas ao processo decisório de diferentes usuários da informação, faz-se então necessário identificar a natureza da decisão para a partir daí, analisar os eventos ou objetivos de mensuração e a forma mais adequada pelas quais estes deverão ser mensurados. É imprescindível a fidelidade desses dados para que seja possível obter resultados que permitam análises que forneçam resultados factíveis para a tomada de decisões. Fica a pergunta, quanto custa

para as empresas um balanço sem finalidades gerenciais? Quão negativo é para as empresas não realizar análises sob dados que permitam diagnósticos confiáveis?

Visto a situação financeira no dia-a-dia da construtora, conclui-se que os modelos aplicados aqui são sim fundamentais para a gestão do capital de giro da empresa, no entanto, de nada adianta se os dados não estiverem coerentes com a realidade. Sugere-se a implementação de balanços com finalidade gerencial, ou mesmo a implantação de processos capazes de fornecer todas as documentações, identificando suas devidas naturezas e centros de custo a fim de fornecer ao departamento contábil e financeiro, dados fidedignos para alimentação das demonstrações financeiras e posterior análises por meio de um processo de auditoria interna ou externa.

Dado a situação econômica do Brasil e os notáveis reflexos sobre o setor da construção civil mencionadas no início desse trabalho, quando comparadas às evoluções da receita da Construtora, nota-se claramente que a empresa superou as quedas desse mercado. Enquanto o PIB na construção civil retraía - 5,2% em 2016, a evolução da receita bruta da Construtora nesse ano foi de 31%. A partir dessa informação, conclui-se que o problema não estava efetivamente no montante do faturamento. A ideia que se estabeleceu internamente na empresa em relação a receita e a necessidade de aumentá-la, não explica o colapso financeiro presente na Construtora.

Observa-se certa curiosidade nos indicadores do modelo dinâmico encontrados. Mesmo que os resultados obtidos mostrem situações **excelentes** e **sólidas** ao longo dos anos analisados, a real situação da empresa, invalidaria tais resultados. Como visto ao longo desse trabalho, a necessidade da capital de giro (NCG) é uma demanda de recursos de natureza operacional, assim assume caráter de permanência ou de longo prazo. Devido a esta particularidade, sua fonte de financiamento deve possuir natureza semelhante provinda das fontes de longo prazo. Nesse sentido, os recursos financeiros provindos do saldo de tesouraria (T), representado principalmente pelos empréstimos bancários de curto prazo, quando utilizados no financiamento da

demanda operacional de recursos representada pela NCG, representa um desequilíbrio financeiro (VIEIRA, 2005, p. 119). Nesse contexto, a organização torna-se dependente das negociações, empréstimos e financiamentos com as instituições financeiras. Visto que tal situação reflete exatamente o que foi visto no dia-a-dia da empresa nos anos de 2013 a 2016, o enquadramento mais condizente com a realidade da Construtora, por conveniência, seria o tipo IV (situação péssima).

O autor esperava também estruturas do tipo V, uma vez que, a Construtora não dispunha de CDG suficiente para financiar essas aplicações operacionais e visto a dificuldade que a empresa tinha em gerar caixa, onde pouco se via saldo em bancos pois as obrigações “sugavam” qualquer reserva existente, assim a demanda por recursos no financiamento das operações passou a ser uma exigência do cotidiano e o principal financiador eram empréstimos onerosos de curto prazo.

Os valores negativos da NCG nos anos 2016 e 2014, demonstram certa contradição com a realidade da Construtora, vez que, em nenhuma de suas obras, jamais houveram contratos onde os recebimentos pelo cliente antecederiam as saídas de caixa.

As decisões no âmbito financeiro, frente às inadimplências pelos clientes, trouxeram para a empresa uma elevada despesa fixa proveniente de capital oneroso de terceiros, esse descompasso do endividamento, levou a empresa a uma situação insustentável, visto a dependência gerada com as instituições financeiras como meio de suprir suas demandas operacionais. A carência da gestão do fluxo de caixa, dificultou as tomadas de decisões em meio a estas crises de recebimento. As consequências foram irreparáveis. Pode-se dizer que isso afetou na dificuldade de identificar se o negócio estava dando lucro ou prejuízo, o que induziu mais a procura por empréstimos na esperança de reverter a situação. Não somente isso, pode ser colocado como causa desses danos, a falta de estratégias mais seletivas no que diz respeito aos clientes, apostar no órgão público, de fato, não foi a melhor alternativa.

O não reajustamento dos contratos (equilíbrio contratual) citados ao longo do trabalho, junto a decisão da diretoria em dar andamento nas obras e assumir o risco, trouxe à empresa sérias consequências no que diz respeito a rentabilidade do empreendimento e claro, no fluxo de caixa da empresa.

O trabalho permitiu perceber a necessidade de se pesquisar com minúcia aquilo que diz respeito ao comportamento dos ciclos (CO, CE e CF) em construtoras. O que impediu a determinação desses ciclos, além do fato da ausência de alguns dados nas demonstrações financeiras, foram as particularidades existentes em cada empreendimento, abrangendo as diferentes condições de pagamento, prazos de obra, alta diversidade de insumos e rotatividade de pessoas elevada. Ficou sim certa dúvida mediante a esse assunto e fica como sugestão para pesquisas futuras um aprofundamento nesse sentido.

A conta “Caixa” do balanço é aquela que oferece maior incerteza à pesquisa, seu saldo elevado não condizente com a realidade da empresa e suas oscilações desordenadas, influenciaram praticamente todos os indicadores da análise financeira. O autor acredita que os motivos para essa distorção do saldo na conta “Caixa”, se deve ao fato de compras sem comprovação fiscal e retiradas não registradas contabilmente. A conta caixa sendo uma das mais representativas desses balanços apresentados, e estando ela distorcida, conclui-se então que os resultados obtidos aqui não servem de parâmetro para avaliar a Construtora, embora não signifique que as avaliações não sejam eficientes, pelo contrário, o modelo dinâmico entrega o que promete, no entanto é essencial que os dados estejam refletindo de modo fidedigno a realidade da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUILAR, Claudiane Germânia. *Análise estrutura de financiamentos de hospitais filantrópicos*. Belo Horizonte: UFMG, 2013.

ASSAF NETO, A. e SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Administração de capital de giro*. São Paulo: Atlas, 1995. *apud* TAVARES, Cássio de Pinho. *As estratégias de gestão de capital de giro e seus reflexos no desempenho econômico-financeiro de empresas do setor supermercadista* - Dissertação (mestrado). Belo Horizonte: UFMG, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Administração do Capital de Giro*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BRASIL, Haroldo Vinagre, BRASIL, Haroldo Guimarães. *Gestão financeira das empresas: um enfoque dinâmico*. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1993.

BRASIL, Haroldo Vinagre; BRASIL, Haroldo Guimarães. *Gestão financeira das empresas: um enfoque dinâmico*. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1993. *apud* PEREIRA FILHO, Antônio Dias. *Estratégias de financiamento das empresas alimentícias e eletroeletrônicas em tempo de real*. Dissertação (Mestrado). Belo Horizonte: UFMG/FACE, 1997.

CHIAVENATO, I. *Recursos humanos na empresa*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1994. *apud* AGUILAR, Claudiane Germânia. *Análise estrutura de financiamentos de hospitais filantrópicos*. Belo Horizonte: UFMG, 2013.

FLEURIET, Michel; BRASIL, Haroldo V. *Planejamento financeiro das pequenas e médias empresas: um modelo integrado*. Belo Horizonte: Consultoria Editorial Ltda./Fundação Dom Cabral, 1979. *apud* TAVARES, Cássio de Pinho. *As estratégias de gestão de capital de giro e seus reflexos no desempenho econômico-financeiro de empresas do setor supermercadista* - Dissertação (mestrado). Belo Horizonte: UFMG, 2002.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. *O Modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas*. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GIL, A. C. *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GITMAN, L. J. *Princípios de Administração Financeira*. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

IUDÍCIBUS, S. de. *et al. Contabilidade Introdutória*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARQUES, José Augusto V. C., BRAGA, Roberto. *Análise dinâmica do capital de giro: o Modelo Fleuriet*. ERA, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 49-63, maio/jun. 1995. *apud* TAVARES, Cássio de Pinho. *As estratégias de gestão de capital de giro e seus reflexos no desempenho econômico-financeiro de empresas do setor supermercadista* - Dissertação (mestrado). Belo Horizonte: UFMG, 2002.

MARQUES, José Augusto V. C., BRAGA, Roberto. *Análise dinâmica do capital de giro: o Modelo Fleuriet*. ERA, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 49-63, maio/jun. 1995.

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MATIAS, Alberto Borges. *Finanças corporativas de curto prazo, volume 1: a gestão do valor do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 2007.

MELLO, Rodrigo; CUNHA, Cristiano. *Indústria da Construção Civil, Subsetor Edificações: Uma Aplicação do Modelo de Porter*. Congresso Técnico-Científico de Engenharia Civil, Anais, vol.1, p. 113-24. Florianópolis: 1996.

MODRO, W. M.; FAMÁ, R.; PETROKAS, L. A.. *Modelo tradicional x modelo dinâmico de análise do capital de giro: Um estudo comparativo entre duas empresas de mesmo setor com diferentes performances financeiras*. *Revista Facef pesquisa desenvolvimento e gestão, sine loco*, vol. 15, n. 1, 2012. *apud* AGUILAR, Claudiane Germânia. *Análise estrutura de financiamentos de hospitais filantrópicos*. Belo Horizonte: UFMG, 2013.

NEVES, João Carvalho das. *Análise financeira: métodos e técnicas*. Lisboa: Texto Editora, 1989.

OLIVEIRA, O. J.; MELHADO, S. B. *Como administrar empresas de projeto de Arquitetura e Engenharia Civil*. São Paulo: Pini, 2006.

PATRONE, F. L.; D. DUBOIS. *Financial ratio analysis in the small business*. Journal of Small Business Management, vol. 19, nº 1, 1981. *apud* OLIVEIRA, O. J.; MELHADO, S. B. *Como administrar empresas de projeto de Arquitetura e Engenharia Civil*. São Paulo: Pini, 2006.

PEREIRA FILHO, Antônio Dias. *Estratégias de financiamento das empresas alimentícias e eletroeletrônicas em tempo de real*. Dissertação (Mestrado). Belo Horizonte: UFMG/FACE, 1997.

POLITO, Giulliano. *Gerenciamento de obras: boas práticas para a melhoria da qualidade e da produtividade*. São Paulo: Pini, 2015.

PORTER, Michael E. *Estratégia Competitiva: Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência*. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. *apud* AGUILAR, Claudiane Germânia. *Análise estrutura de financiamentos de hospitais filantrópicos*. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, 2013.

SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. 11. Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SOUZA, A. A. de. *et al. Controle e gestão em organizações hospitalares*. Revista de Gestão USP, São Paulo, v.16, n. 3, p. 15-29, jul. a set., 2009.

TAVARES, Cássio de Pinho. *As estratégias de gestão de capital de giro e seus reflexos no desempenho econômico-financeiro de empresas do setor supermercadista* - Dissertação (mestrado). Belo Horizonte: UFMG, 2002.

TISAKA, Maçahico. *Como evitar prejuízos em obras de construção civil: Construction CLAIM*. São Paulo: Pini, 2011.

VIEIRA, Marcos Vilela. *Administração estratégica do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 2005.

YIN, Roberto K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2ª Ed. Porto Alegre. Editora: Bookmam. 2001.