

**Universidade Federal de Minas Gerais  
Faculdade de Ciências Econômicas  
Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração  
CEPEAD/FACE/UFMG**

*Estratégias de Financiamento das Empresas  
Alimentícias e Eletroeletrônicas em Tempos de Real*

**Antônio Dias Pereira Filho**

**Orientador: Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo**

**Belo Horizonte – MG - Brasil  
Dezembro de 1997**

**Antônio Dias Pereira Filho**

***Estratégias de Financiamento das Empresas  
Alimentícias e Eletroeletrônicas em Tempos de Real***

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Mercadologia e Administração Estratégica

Orientador: Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo

**Belo Horizonte – MG - Brasil  
Dezembro de 1997**

PEREIRA FILHO, Antônio Dias.  
Estratégias de financiamento das empresas alimentícias  
eletroeletrônicas em tempos de real. – Belo Horizonte:  
658.15 UFMG/FACE, 1997  
P436e 121 P.  
1997

Dissertação (Mestrado) UFMG/FACE.

1. Administração financeira. I. Título

*Aos meus pais, Antônio e Hercília  
e a minha namorada, Neusa*

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo, pela orientação, confiança, apoio e incentivo, fundamentais à realização deste trabalho, bem como do Curso de Mestrado.

Ao Prof. Dr. Hudson Fernandes do Amaral, pela confiança, apoio e incentivo, principalmente no tocante à minha decisão de afastar do cargo de Professor Substituto para maior dedicação a este trabalho.

Aos professores do CEPEAD, pela excelente formação acadêmica que me foi proporcionada.

Às funcionárias do CAD, pelo incentivo à realização deste trabalho.

Aos funcionários do CEPEAD, pelo apoio administrativo e incentivo à realização deste trabalho.

Aos colegas da turma de 1996, pelo convívio e companheirismo durante a realização do curso.

Ao CNPq, pelo auxílio financeiro fundamental à realização desta etapa da vida acadêmica.

Aos meus pais, Antônio e Hercília, por terem me proporcionado a oportunidade de ser alguém neste mundo e pela consideração por tudo que faço.

Ao meu amor, Neusa Cândida de Faria, pelo apoio, incentivo, reconhecimento e consideração ao longo da realização deste curso de Mestrado.

Por fim, a Deus Pai Todo-Poderoso, por tudo.

## RESUMO

Após a implantação do Plano de Estabilização Econômica (Plano Real), em 1994, as empresas brasileiras, notadamente as dos setores de alimentos e eletroeletrônicos, experimentaram considerável expansão da atividade produtiva em decorrência da recuperação do poder aquisitivo da população, aliada a sua inclusão no sistema de crédito, bem como da globalização de mercados. Dentro deste contexto, surge a necessidade de um maior volume de recursos para fazer face ao nível de atividade empreendido pelas empresas dos referidos setores, ou seja, para bancar os investimentos em ativos permanentes e em capital de giro. Dentro desta perspectiva, este trabalho se propôs a identificar e analisar as estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro utilizadas pelas empresas alimentícias e eletroeletrônicas no período pós-Real (1994 e 1995), bem como compará-las às utilizadas durante o período pré-Real (1991 a 1993). Para isso, utilizou-se o modelo de análise moderna ou funcional, que utiliza variáveis do *Modelo Fleuriet (modelo dinâmico de gestão financeira de empresas)*, quais sejam: necessidade de capital de giro (NCG), capital de giro (CDG) e saldo de tesouraria (T). A partir da conjugação das referidas variáveis, procurou-se também identificar e analisar a estrutura e a situação financeira apresentada pelas empresas dos referidos setores no decorrer dos períodos analisados. Para fins de identificação das estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro foi utilizado o procedimento de integração da NCG à demonstração de origens e aplicações de recursos (DOAR), o qual permitiu visualizar o conjunto das decisões empresariais relativas às políticas de investimento e financiamento adotadas pelas empresas analisadas. Considerando os dados analisados, constatou-se que as empresas alimentícias e eletroeletrônicas apresentaram NCG positiva (demanda de recursos) ao longo de todo o período avaliado, privilegiando os recursos de curto prazo como fonte de financiamento das mesmas. No que se refere ao desempenho financeiro verificado no âmbito dos períodos pré e pós-Real, pode-se dizer que houve relativa uniformidade de comportamento no decorrer dos referidos períodos. Por outro lado, quando comparados os desempenhos setoriais, verificou-se que os mesmos demonstraram-se ligeiramente diferentes, tendo as empresas do setor de eletroeletrônicos apresentado melhor estrutura e situação financeira (situação de liquidez) do que as empresas do setor de alimentos.

## LISTA DE FIGURAS

	Pág.
1- Ciclo operacional e ciclo financeiro positivo	48
2- Ciclo operacional e ciclo financeiro negativo	48
3- Flutuações e financiamento dos ativos	78
4- Estrutura financeira ortodoxa	79
5- Estrutura financeira defensiva	80
6- Estrutura financeira agressiva	81
7- Estrutura financeira arriscada	82
8- Estrutura das fontes de financiamento	84

## LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
1- Variáveis CDG, NCG E T (em valores monetários)	100
2- Comportamento das variáveis CDG, NCG e T	101
3- Variáveis CDG, NCG e T (em valores monetários)	108
4- Comportamento das variáveis CDG, NCG e T	109



## LISTA DE QUADROS

	Pág.
1- Integração do IOG à DOAR	36
2- Representação do balanço patrimonial	40
3- Representação do balanço patrimonial segundo os graus de liquidez e exigibilidade	40
4- Os ciclos no balanço patrimonial	50
5- Reclassificação do circulante	51
6- Reclassificação do permanente	51
7- Apuração da NCG	55
8- Apuração do saldo de tesouraria	58
9- Reclassificação da DRE	61
10- Balanço funcional e níveis de gestão	69
11- Tipos de estrutura e situação financeira prevista	72
12- Origens e aplicações de recursos	86
13- Empresas abertas alimentícias e eletroeletrônicas	90
14- Desempenho financeiro dos setores de alimentos e eletroeletrônicos	110

# SUMÁRIO

<b>1- INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1- CONSIDERAÇÕES GERAIS .....	12
1.2- O PROBLEMA DA PESQUISA.....	13
1.3- ESTRUTURA DO TRABALHO .....	15
<b>2- ESTUDOS ANTERIORES.....</b>	<b>18</b>
<b>3- FINANÇAS DE EMPRESAS .....</b>	<b>21</b>
3.1- ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS .....	26
3.2- AMBIENTE ECONÔMICO, FINANÇAS E CONTABILIDADE.....	30
3.2.1- <i>As decisões empresariais e o ambiente macroeconômico.....</i>	<i>32</i>
3.2.2- <i>As decisões empresariais e a contabilidade .....</i>	<i>40</i>
<b>4- A ANÁLISE FINANCEIRA TRADICIONAL .....</b>	<b>49</b>
4.1- A ANÁLISE TRADICIONAL DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO .....	49
4.1.1- <i>Críticas à análise tradicional do equilíbrio financeiro .....</i>	<i>52</i>
<b>5- O MODELO DINÂMICO DE GESTÃO FINANCEIRA .....</b>	<b>56</b>
5.1- RECLASSIFICAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS .....	60
5.1.1- <i>Balanço patrimonial.....</i>	<i>61</i>
5.1.2- <i>Demonstração do resultado do exercício.....</i>	<i>72</i>
5.1.3- <i>Outras demonstrações.....</i>	<i>74</i>
<b>6- ANÁLISE FINANCEIRA MODERNA OU FUNCIONAL .</b>	<b>75</b>
6.1- O CAPITAL DE GIRO FUNCIONAL .....	76
6.2- A NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO FUNCIONAL.....	77
6.3- O SALDO DE TESOURARIA.....	79
6.4- AS VARIÁVEIS E OS TIPOS DE BALANÇOS .....	80
<b>7- ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO .....</b>	<b>84</b>
7.1- IMPLICAÇÕES DE RISCO E RETORNO .....	85
7.2- ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO .....	88
7.2.1- <i>Estratégia ortodoxa.....</i>	<i>90</i>

7.2.2- <i>Estratégia defensiva</i> .....	91
7.2.3- <i>Estratégia agressiva</i> .....	92
7.2.4- <i>Estratégia arriscada</i> .....	93
7.3- O FINANCIAMENTO DAS ATIVIDADES EMPRESARIAIS .....	95
7.4- AS HIPÓTESES DE TRABALHO .....	98

## **8- PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS..... 100**

8.1- ABORDAGEM .....	100
8.2- TIPO DE PESQUISA .....	100
8.3- UNIDADES DE ANÁLISE .....	100
8.4- UNIDADE DE OBSERVAÇÃO.....	101
8.5- A AMOSTRA E O PERÍODO DE ESTUDO.....	101
8.6- TÉCNICA DE COLETA DE DADOS .....	102
8.7- TRATAMENTO DOS DADOS.....	103
8.8- TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS .....	106

## **9- APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS ..... 108**

9.1- EMPRESAS DO SETOR DE ALIMENTOS .....	108
9.1.1- <i>Estudo do comportamento das variáveis</i> .....	108
9.1.2- <i>Estrutura e situação financeira</i> .....	112
9.1.3- <i>Estratégia financeira</i> .....	115
9.2- EMPRESAS DO SETOR DE ELETROELETRÔNICOS.....	116
9.2.1- <i>Estudo do comportamento das variáveis</i> .....	116
9.2.2- <i>Estrutura e situação financeira</i> .....	120
9.2.3- <i>Estratégia financeira</i> .....	122
9.3- COMPARAÇÃO DOS DESEMPENHOS SETORIAIS .....	123

## **10- CONCLUSÃO..... 126**

## **BIBLIOGRAFIA ..... 131**

# **1- INTRODUÇÃO**

## ***1.1- CONSIDERAÇÕES GERAIS***

A gestão financeira de curto prazo vem assumindo cada vez mais importância no âmbito das decisões financeiras das empresas brasileiras diante do ambiente de estabilização econômica que se instaurou no País a partir da implantação do Plano Real, em 1994. Nesse contexto, manter adequado nível de atividade operacional, frente aos recursos disponíveis para seu financiamento, passa a ser uma das decisões mais importantes para as empresas, tendo em vista evitar desajustes financeiros que possam inviabilizar suas operações no decorrer de sua continuidade.

Como é sabido, a administração do capital de giro envolve um processo contínuo de tomada de decisões relativas à obtenção e alocação eficiente dos recursos monetários de uma empresa, com vistas a preservar sua liquidez, mediante adequado equacionamento entre investimentos e financiamentos. Ou seja, seu objetivo é gerir cada um dos ativos e passivos circulantes, como decisões interdependentes, a fim de obter um equilíbrio entre lucratividade e risco que contribua positivamente para o valor da empresa.

Os ativos e passivos circulantes decorrem normalmente do desenvolvimento do ciclo operacional das empresas, mediante investimentos em itens como duplicatas a receber, estoques e outros ativos, os quais são financiados basicamente por fornecedores, impostos e obrigações sociais (créditos de funcionamento) e instituições financeiras (créditos de financiamento). Uma inadequada administração desses itens resulta, normalmente, em sérios problemas financeiros, contribuindo efetivamente para a formação de uma situação de insolvência. Daí talvez o fato de a maior parte do tempo gasto pelos administradores financeiros concentrar-se na administração dos ativos e passivos de curto prazo. A esse

respeito, uma pesquisa<sup>1</sup> realizada pela revista *Fortune* revelou que 60% do tempo dos administradores financeiros norte-americanos era dedicado às atividades de gestão financeira de curto prazo e que os 40% restantes eram ocupados com atividades financeiras a longo prazo.

A administração do capital de giro, assim como outras áreas de decisões financeiras, sofre influências de variáveis como os ciclos econômicos, a sazonalidade específica de determinados negócios, as taxas de juros, o ambiente macroeconômico, o porte da empresa, as preferências pessoais dos gestores, dentre outras. No caso específico dos ciclos econômicos, deve-se ressaltar que os mesmos impõem um certo desafio aos administradores financeiros, qual seja o de providenciar os recursos necessários à sustentação das operações da empresa, assim como antecipar os financiamentos a curto prazo para suprir as necessidades de capital de giro, decorrentes do nível de atividade empreendido, principalmente a partir do Plano Real.

## ***1.2- O PROBLEMA DA PESQUISA***

Com a implantação do Plano Real, em 1994, e a conseqüente estabilização da moeda, as empresas brasileiras sofreram fortes impactos na gestão de seus recursos financeiros, bem como puderam vislumbrar uma ampliação do mercado consumidor, seja através do aumento do nível de renda da população ou de sua inclusão no sistema de crédito, ou da globalização e expansão de mercados, o fato é que o volume de atividade operacional das empresas aumentou consideravelmente.

A esse aumento no volume de atividade operacional, associa-se, normalmente, uma maior necessidade de recursos para seu financiamento. A esse respeito, dados publicados pela revista *Exame*, edição Maiores e Melhores de 1995, revelaram que as 500 maiores

---

<sup>1</sup>GITMAN, L. e MAXWELL, C. E. Financial activities of major U.S. firms: survey and analysis of Fortune's 1.000. **Financial Management**. Inverno de 1985, pp. 57-65.

empresas brasileiras demonstraram uma necessidade de levantamento de fundos em torno de US\$24 bilhões para uma adequada manutenção do volume de vendas de US\$250 bilhões.

Em um contexto de expansão das atividades produtivas, as empresas procuram identificar formas para ajustar sua estrutura de financiamento, com o propósito de adequar, em termos de prazos, as fontes e as aplicações de recursos em capital de giro, visando reduzir seu ciclo financeiro. Com isso, pode-se dizer que o insumo mais caro dentro das empresas é o tempo, já que este entrelaça todas as operações do sistema produtivo. Além da dimensão temporal, é preciso ressaltar a existência de elevadas taxas de juros, praticadas como instrumento de política monetária, produzindo conseqüências danosas às empresas que, diante da insuficiência de capital de giro, são obrigadas, muitas vezes, à captação de empréstimos bancários, aumentando o endividamento.

Dentre os setores de atividade produtiva que mais se beneficiaram dos efeitos do Plano Real, bem como da globalização de mercados, destacam-se os de **alimentos** e **eletroeletrônicos**, cujos volumes de vendas cresceram consideravelmente após a implantação do referido plano. Ou seja, entre as cinco empresas que mais aumentaram suas vendas em 1995, uma é do setor de eletroeletrônicos e três são do setor de alimentos, a saber: a Semp Toshiba (1.132,5%), a Santista (295%), a CCGL (243%) e a J. Macedo (227%).<sup>2</sup>

Assim sendo, a administração do capital de giro das empresas dos referidos setores torna-se ainda mais importante no âmbito de suas decisões financeiras, uma vez que a alavancagem de vendas implica, normalmente, no aumento dos investimentos em capital de giro necessários para manter a continuidade dos negócios, exigindo, por conseqüência, uma maior disponibilidade de fundos, aliada a um melhor equacionamento entre os prazos relativos às fontes e aplicações de recursos no giro dos negócios.

Desse modo, este trabalho se propõe, num primeiro momento, a identificar e analisar as estratégias financeiras adotadas pelas empresas dos setores de alimentos e

eletroeletrônicos no financiamento de suas necessidades de capital de giro, após o Plano Real, bem como compará-las às utilizadas no período precedente à implantação do mesmo. E, num sentido mais amplo, busca-se também intensificar os estudos inerentes à administração do capital de giro em ambientes econômicos estabilizados e cada vez mais globalizados, à luz do modelo dinâmico de gestão financeira de empresas- *Modelo Fleuriet*.

O período de análise compreende os exercícios de 1994<sup>3</sup> e 1995, período pós-Real, assim como os exercícios de 1991 a 1993, período pré-Real, tendo em vista que, além de se analisar as estratégias de financiamento utilizadas pelas empresas em tempos de Real, procura-se também compará-las às utilizadas no período anterior (pré-Real).

A utilização do *Modelo Fleuriet*, 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.

### ***1.3- ESTRUTURA DO TRABALHO***

O desenvolvimento deste trabalho encontra-se estruturado, além desta introdução, nos seguintes capítulos, conforme descrição a seguir.

No *capítulo 2* apresenta-se uma breve descrição dos principais estudos já desenvolvidos sobre a questão do financiamento das empresas brasileiras, procurando identificar e contextualizar o presente trabalho neste campo de pesquisa em finanças de empresas.

---

<sup>2</sup> Dados publicados pela Revista *Exame*, edição Maiores e Melhores de 1996.

<sup>3</sup> O exercício de 1994 reflete adequadamente os efeitos do Plano Real, como bem evidencia MELO (1997).

O *capítulo 3* procura evidenciar o papel desempenhado pela função financeira no âmbito das empresas, destacando, sobretudo a gestão do curto prazo; as áreas de decisões financeiras; as estratégias financeiras; bem como as influências do meio ambiente econômico sobre o conjunto das decisões empresariais, cujo desempenho é apresentado pelo sistema contábil via demonstrações financeiras.

No *capítulo 4* procede-se a uma abordagem referente à análise financeira tradicional, procurando identificar seus principais aspectos característicos e sua utilização como instrumento de análise do desempenho econômico-financeiro das empresas. São identificadas também as principais ponderações atribuídas a tal metodologia de análise.

O *capítulo 5* apresenta o modelo dinâmico de gestão financeira de empresas-*Modelo Fleuriet*, mediante identificação, caracterização e análise de suas variáveis características (necessidade de capital de giro, saldo de tesouraria e capital de giro). Cabe ressaltar aqui que o desenvolvimento desta pesquisa é conduzido sob a égide do referido modelo.

Diante da apresentação do *Modelo Fleuriet*, o *capítulo 6* aborda os aspectos característicos da análise financeira moderna ou funcional, com vistas à sua utilização como instrumento de gestão financeira de empresas, para fins de identificação de estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro.

Dentro desta perspectiva, o *capítulo 7* apresenta os aspectos relativos à identificação e análise de estratégias financeiras à luz do equilíbrio financeiro, do *trade-off* entre risco e retorno e das fontes de recursos normalmente disponíveis ao financiamento das atividades empresariais. Neste capítulo são também apresentadas as hipóteses que norteiam o desenvolvimento do presente trabalho.

No *capítulo 8* são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento deste trabalho.



O *capítulo 9* refere-se à apresentação e análise dos resultados obtidos com a realização desta pesquisa.

Por fim, o *capítulo 10* apresenta as conclusões acerca do tema em apreço, bem como identifica e apresenta sugestões para novos estudos e investigações em finanças de empresas.

## 2- ESTUDOS ANTERIORES

A questão do financiamento das atividades empresariais vem sempre se destacando, de uma forma ou de outra, dentre as pesquisas realizadas em finanças.

Segundo MELO (1994b), os principais trabalhos desenvolvidos até então procuraram abordar a questão do financiamento das empresas brasileiras quase sempre enfocando o papel do endividamento. Dentro desta perspectiva, tem-se, entre outros, os trabalhos de:

a) MAILMANN e NOVAES (1976), em cujo trabalho realizaram uma análise econômico-financeira das empresas brasileiras no período de 1970 a 1975;

b) WADDINGTON (1977) procurou levantar as causas do endividamento de empresas brasileiras no período de 1973 a 1977;

c) GLAT (1979), com um objetivo diferente, fez um estudo sobre o endividamento utilizando a base de dados de MAILMANN e NOVAES (1976);

d) CALABI, REIS e LEVY (1979) analisaram o processo de acumulação no Brasil, utilizando uma base de dados de 10.432 empresas no período de 1970 a 1975 e;

e) NESS (1980) procurou explicar o endividamento das empresas a partir da análise de suas condições de financiamento.

Além desses estudos, pode-se identificar outros mais recentes como o de MELO (1994a), cujo objetivo consistiu basicamente em identificar e analisar as estratégias utilizadas pelas empresas brasileiras no financiamento de sua expansão no período de 1983 a 1992. Para isso, o referido autor utilizou-se da base de dados do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, denominada Sistema de Análise de Balanços Empresariais- SABE, a qual dispõe

dos demonstrativos financeiros, dos indicadores econômico-financeiros e de outros dados e informações relativas às sociedades anônimas de maior liquidez no mercado secundário. Nesse estudo, o referido autor procurou relacionar duas variáveis indicadoras de financiamento, as quais denominou de Aumento do Exigível de Longo Prazo (AELP) e Recursos Provenientes das Operações Sociais (RPOS), com o Ativo Permanente, como variável indicadora da expansão da empresa. Dentre os resultados encontrados pelo autor, destaca-se a constatação de que o autofinanciamento constituiu-se na principal fonte de recursos utilizada pelas empresas para viabilizarem sua expansão no período analisado.

Ainda com vistas à identificação de estratégias de financiamento das empresas, MELO (1995) analisou as sociedades anônimas brasileiras procurando identificar aspectos característico-motivadores das decisões de abrir ou fechar o capital no período de 1985 a 1991. A realização desse estudo foi motivada pela constatação de que um maior número de empresas havia decidido pelo fechamento de seu capital apesar de o mercado de capitais ter sido institucionalizado com o fito de auxiliá-las na “árdua” tarefa de obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades. O referido estudo consistiu basicamente na análise do desempenho econômico-financeiro das empresas, dois anos antes e dois anos após a decisão de abrir ou fechar o capital, com o objetivo de identificar desempenhos característicos nos dois momentos distintos, comparando-os ao obtido no ano da decisão.

No que se refere especificamente ao estudo das finanças de curto prazo, destaca-se aqui o trabalho de DOLABELLA (1995), no qual o referido autor se propôs a desenvolver um modelo de informação contábil-financeira, com o propósito de auxiliar o administrador financeiro na mensuração e simulação das necessidades de capital de giro e dos fluxos de recursos necessários ao seu financiamento, partindo da premissa de que as informações contábeis, pautadas nos Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos, destinam-se basicamente aos usuários externos.

Assim sendo, o referido trabalho foi desenvolvido à luz da abordagem financeira em detrimento das abordagens contábeis, pautadas nos valores apresentados pelo balanço

patrimonial das empresas. Ou seja, a partir da abordagem financeira o autor propõe um modelo capaz de mensurar e simular, em determinado momento, o montante de recursos aplicados pela empresa na execução de seu ciclo operacional, a partir do qual o gestor financeiro decidirá sobre a necessidade de financiamento ou disponibilidade de fundos para aplicação com o intuito de manter a liquidez da empresa. Entretanto, cabe ressaltar que não se discutem, nesse trabalho, as questões inerentes às estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro mensuradas pelo modelo proposto pelo autor.

Com o propósito de desenvolver o modelo dinâmico de gestão financeira de empresas (*Modelo Fleuriet*), bem como explicar sua relevância como instrumento útil ao processo de avaliação financeira de empresas, MARQUES e BRAGA (1995) desenvolveram um estudo, onde procuraram avaliar os níveis de liquidez e solvência de uma amostra de 6 (seis) companhias abertas do ramo industrial. As referidas empresas foram classificadas entre as maiores por faturamento, cujos desempenhos foram analisados ao longo do período de 1987 a 1992 e seus níveis de liquidez e solvência, em 1993.

Ainda no âmbito das finanças de curto prazo, pode-se destacar o trabalho de SILVA (1996), onde o autor procurou, mediante estimação da função preço e da função custo, determinar a melhor política de preços a ser praticada por uma empresa diante do seu mercado consumidor de modo a maximizar o retorno sobre o seu ciclo financeiro.

Apesar de um maior grau de profundidade associado a alguns desses estudos, pode-se dizer que os mesmos não se preocuparam em identificar e analisar as estratégias de financiamento das empresas brasileiras, notadamente no que se refere às suas necessidades de capital de giro.

Diante disto, o presente trabalho se propõe a contribuir para a literatura financeira, através da identificação e análise das estratégias utilizadas pelas empresas alimentícias e eletroeletrônicas no financiamento de suas necessidades de capital de giro em tempos de Real,

comparando-as às do período precedente à implantação do referido plano de estabilização econômica.

### **3- FINANÇAS DE EMPRESAS**

Como é sabido, todo empreendimento requer investimentos em ativos que caracterizam sua atividade operacional, bem como recursos para seu financiamento e funcionamento, requerendo, assim, uma série de decisões para sua efetivação. Decisões essas que procuram selecionar as melhores alternativas em conformidade à natureza do negócio, bem como ao ambiente econômico característico do momento, sendo esses os principais direcionadores tais decisões.

Desse modo, a função financeira, no âmbito das organizações, consiste fundamentalmente na obtenção e alocação de recursos em função das reivindicações monetárias que se apresentam. Daí o fato de BRAGA (1989:23) defini-la como “um conjunto de atividades relacionadas com a gestão dos fundos movimentados por todas as áreas da empresa”.

Assim, pode-se dizer que as finanças de empresas referem-se ao conjunto de decisões que se destinam à **definição, adequação e manutenção** da estrutura de recursos monetários no âmbito das organizações empresariais, visando basicamente assegurar a sua prosperidade e continuidade, sob os auspícios do binômio risco-retorno. Tais decisões procuram atender, num primeiro momento, aos interesses explícitos e implícitos de proprietários, acionistas e até mesmo de seus gestores imediatos, mediante a avaliação das diversas decisões empreendidas e seus impactos sobre o fluxo de fundos da empresa.

Cabe ressaltar ainda, que as atividades empresariais devem também primar pelo cumprimento dos objetivos sociais, através da geração de postos de trabalho, do pagamento de tributos, da preservação das condições ambientais, da adequada utilização dos fatores

produtivos, dentre outros. Os referidos objetivos, pode-se dizer, enobrecem o exercício da atividade empresarial, já que assim as empresas estão contribuindo para o desenvolvimento do mercado e do meio social no qual desenvolvem suas atividades. Além desses objetivos, podem ser destacados outros como realização pessoal, independência econômica, imagem, dominação dos recursos naturais, dominação de mercado, dominação política, etc.

Diante dos diversos objetivos a serem atingidos com o desenvolvimento das atividades empresariais, pode-se destacar que o **objetivo-magno** da função financeira, no âmbito das empresas, traduz-se basicamente na maximização do valor das mesmas, culminando na também maximização da riqueza de seus proprietários ou acionistas<sup>4</sup>, o que é obtido através do aumento do valor de mercado da empresa ou de sua capacidade de geração de fluxos de caixa, cujo pré-requisito constitui-se na obtenção e na maximização de lucros.

Entretanto, cabe ressaltar que a mera maximização dos lucros por si só não deve se constituir no objetivo maior da função financeira, uma vez que levaria a negligências quanto a decisões fundamentais que asseguram a continuidade das empresas. A esse respeito, LORING (1995:25) afirma que “aumentar ao máximo possível o saldo credor da conta de resultados, resulta em uma formulação incompleta e míope do objetivo da empresa”, posição esta compartilhada pelos demais autores de finanças de empresas. Ou seja, a maximização dos lucros é vista como falha pelas seguintes razões:

- a) não considera o momento de obtenção dos benefícios esperados dos investimentos;
- b) não leva em conta o risco envolvido na obtenção dos benefícios esperados;
- c) ignora os fluxos de caixa disponíveis aos acionistas e;

---

<sup>4</sup> Em relação à maximização do valor da empresa, verifica-se atualmente o desenvolvimento de novas abordagens quanto à sua mensuração e avaliação, conforme matéria veiculada na revista Exame, edição 644 de 10.09.1997. Trata-se do MVA- *Market Value Added* e do EVA- *Economic Value Added*. Além disso, é preciso ressaltar os problemas de *agency* decorrentes da incompatibilidade entre os interesses dos administradores e dos proprietários.

d) seu valor depende das convenções contábeis utilizadas em sua determinação, além de ser uma medida de eficácia da empresa que se refere a somente um exercício econômico, enquanto a empresa busca proporcionar retornos a seus proprietários também no longo prazo, como bem acentua LORING (1995).

Com vistas à consecução de seu objetivo-magno, qual seja a maximização do valor da empresa, a administração financeira procura combinar adequadamente os recursos disponíveis aos investimentos necessários e viáveis, bem como às condições econômicas vigentes, mediante decisões de investimento, financiamento e destinação de lucro, as quais, pode-se assim dizer, constituem os **pilares fundamentais da administração financeira**, cujas principais características são apresentadas a seguir.

As decisões de investimento referem-se à confecção da estrutura de ativos em função da natureza da atividade operacional da empresa, bem como segundo as características do macroambiente econômico. Ou seja, tais decisões referem-se basicamente ao quanto, quando e onde investir, resultando em uma estrutura baseada em ativos circulantes, realizáveis de longo prazo e ativos permanentes ou fixos. A referida estrutura de ativos representa os investimentos necessários ao desenvolvimento das atividades operacionais de uma empresa.

Diante disto, uma empresa industrial, em função de suas atividades operacionais, apresenta maior concentração de investimentos em capacidade instalada, representada pelos seus ativos permanentes (máquinas e equipamentos, instalações, veículos etc). Da mesma forma, as empresas de serviços tendem a apresentar maior proporção de investimentos em ativos permanentes. Já uma empresa comercial, em função de suas operações características de comercialização, investe a maior parte de seus recursos em ativos circulantes (clientes, estoques, despesas antecipadas, dentre outros).

No tocante ao ambiente, pode-se dizer que, dependendo do contexto macroeconômico característico do País, as decisões de investimento podem não condizer à natureza da atividade operacional, o que indica, de certa forma, a existência de algum

“distúrbio” econômico que esteja privilegiando as atividades especulativas em detrimento das operacionais. Tal fato pôde ser vivenciado pelas empresas brasileiras, principalmente na época da conhecida “ciranda financeira”, que marcou a economia nacional no final dos anos 80. E é sabido por todos qual fim tomaram tais empresas quando da abertura de mercado no início da década de 90.

Em função de propostas de investimento e desenvolvimento, urge discutir os aspectos inerentes à obtenção de fundos para seu financiamento, o que se constitui na essência das decisões de financiamento. As decisões de financiamento referem-se, assim, à identificação e definição das fontes de recursos necessários e adequados ao financiamento dos investimentos característicos da estrutura de ativos de uma empresa. Ou seja, referem-se à constituição da estrutura de passivos ou estrutura financeira, representada pelos recursos financiadores da massa patrimonial ativa da empresa, quais sejam, recursos próprios e recursos de terceiros.

Assim como as decisões de investimento, as decisões de financiamento também são amplamente influenciadas por aspectos conjunturais, tais como disponibilidade de recursos para o financiamento das atividades operacionais, taxas de juros praticadas, políticas governamentais, grau de risco do negócio no qual a empresa atua, bem como as atitudes de sua Administração face ao mesmo, dentre outros aspectos.

Uma vez realizados os investimentos e definidas as suas fontes de financiamento, as decisões financeiras reportam-se à destinação do lucro gerado após o desenvolvimento do ciclo operacional da empresa. Desse modo, as decisões de destinação do lucro referem-se àquelas voltadas para a formulação de políticas inerentes à distribuição ou não do lucro obtido em determinado período, a partir da análise da *performance* financeira. Ou seja, trata-se de decisões diretamente relacionadas à definição da melhor forma de afetar a riqueza adquirida pela empresa à luz das oportunidades e condições que se lhe apresentam.

Constitui-se, por assim dizer, em típicas decisões de financiamento. É o caso, por exemplo, de uma decisão de retenção do lucro no momento atual visando utilizá-lo como fonte de financiamento (autofinanciamento) dos investimentos a serem realizados, em troca de

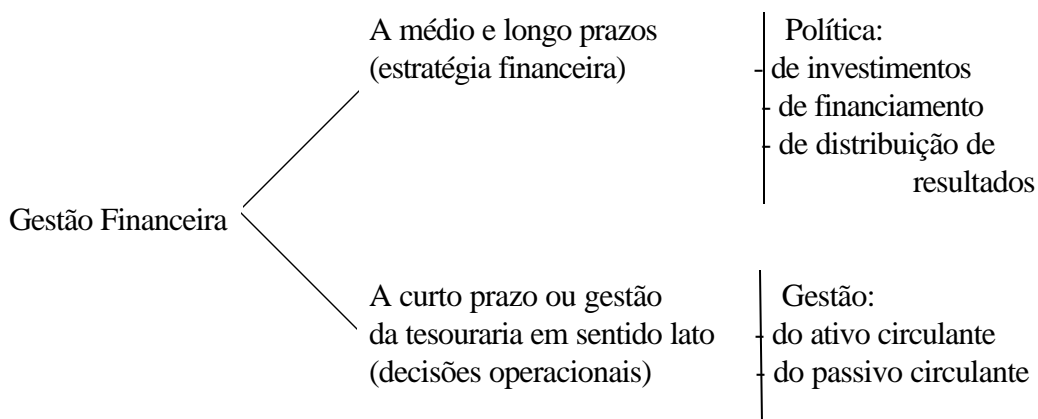


uma perspectiva de maiores dividendos no futuro. Isto sem prejudicar a imagem da empresa no mercado secundário, ao ser vista como empresa que não distribui dividendos regularmente, uma vez que esses se constituem no principal objetivo dos investidores em ações. O outro é o ganho de capital.

Com relação ao planejamento financeiro, pode-se dizer que o mesmo se constitui em um instrumento fundamental na gestão dos recursos no âmbito das empresas, tanto a curto quanto de longo prazo, uma vez que permite a avaliação das decisões financeiras e seus impactos, através da projeção das demonstrações financeiras e do fluxo de caixa. São exemplos de informações básicas fornecidas pelos instrumentos de planejamento financeiro: a adequação ou não do volume de recursos disponíveis face ao nível de atividade empreendido, o que evidencia a necessidade ou a disponibilidade de recursos, e a situação financeira da empresa em determinado período.

Em termos de curto prazo, BREALEY e MYERS (1992) destacam que o planejamento financeiro constitui-se basicamente em instrumento de identificação das disponibilidades de recursos face aos desembolsos previstos, bem como de avaliação das condições mais vantajosas à implementação dos investimentos de curto prazo.

Assim sendo, diante do exposto, a moderna gestão financeira pode ser sintetizada como a seguir, conforme NEVES (1989:14):



No que tange especificamente à **gestão do curto prazo** ou **gestão da tesouraria**, cabe ressaltar que esta assume importância fundamental na condução da operacionalidade, uma vez que suas principais atividades referem-se à gestão dos ativos e passivos circulantes e cujo instrumento central de gestão é o fluxo de caixa resultante do planejamento financeiro, instrumento esse fundamental ao acompanhamento e controle da *performance* financeira da empresa.

A gestão do ativo circulante compreende um conjunto de decisões que visam à definição e manutenção de investimentos em disponibilidades, clientes, estoques, despesas antecipadas e outros ativos circulantes, decorrentes das características operacionais da empresa e de seu ambiente de atuação, do custo de oportunidade do capital, do grau de risco envolvido, dentre outros aspectos.

A gestão do passivo circulante refere-se a decisões relativas às fontes de financiamento de curto prazo, normalmente destinadas à manutenção dos investimentos em capital de giro. Seus principais itens de gestão referem-se a fornecedores, impostos e obrigações sociais (créditos de funcionamento ou espontâneos), assim como empréstimos bancários (créditos de financiamento), quando os créditos de funcionamento forem insuficientes para o financiamento das atividades operacionais.

Neste contexto, cabe ressaltar que a gestão do curto prazo decorre basicamente do conjunto das decisões de médio e longo prazo tomadas por uma empresa, ou seja, é o **reflexo de suas decisões estratégicas**. Tal observação nos remete à questão da importância da estratégia financeira utilizada no contexto da gestão organizacional, o que se analisa no item a seguir.

### ***3.1- ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS***

A questão da estratégia e sua utilização no contexto da dinâmica organizacional vêm sendo largamente estudada por diversos autores ao longo dos tempos. A esse respeito,

destaca-se a obra de HAX e MAJLUF (1996), na qual os referidos autores sistematizam, de forma bastante elucidativa, as diversas dimensões características do estudo da estratégia empresarial, as quais se apresentam a seguir.

Segundo HAX e MAJLUF (1996:20), as diferentes dimensões<sup>5</sup> críticas inerentes ao campo da estratégia podem ser assim sistematizadas:

a) “A estratégia como um modelo que dá coerência, unidade e integridade às decisões da empresa.” Ou seja, uma força de importância capaz de proporcionar um desenho global e integrativo para a totalidade da organização. Seus principais proponentes são William F. Glueck e Henry Mintzberg.

b) “A estratégia como um meio para estabelecer o propósito organizacional em termos de seus objetivos a longo prazo, programas de ação e prioridades na destinação de recursos.” Segundo os autores, o proponente mais expressivo desta definição estratégica é Alfred D. Chandler, em sua clássica obra *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Industrial Enterprise*, cujo tema central consiste em analisar a condição necessária para “criar um ambiente administrativo em que possa ser mantido um equilíbrio apropriado em termos de atenção a nível executivo”, como bem destaca ANSOFF (1977:9).

c) “A estratégia como uma definição do domínio competitivo da firma.” Os principais expoentes desta dimensão estratégica são Edmund P. Learned, C. Roland Christensen, Kenneth R. Andrews e William D. Guth.

d) “A estratégia como uma reação diante das ameaças e oportunidades externas, e debilidades e forças internas, a fim de obter uma vantagem competitiva.” Destacam-se nesta dimensão os estudos desenvolvidos por Michael E. Porter. Neste caso, a alternativa estratégica resultante consiste em equacionar as oportunidades identificadas à capacidade corporativa a partir de um nível aceitável de risco, o que se denomina de estratégia econômica, como bem evidencia ANDREWS (1978).

e) “A estratégia como um canal para diferenciar as tarefas de gestão nos níveis funcionais, de negócios e corporativos.” Os três níveis de estratégia têm sido reconhecidos por muitos autores neste campo de estudo, principalmente: Kenneth R. Andrews, H. Igor Ansoff e George A. Steiner e John B. Miner. Richard F. Vancil e Peter Lorange foram os que primeiro propuseram um processo de planejamento formal para descrever as inter-relações entre os três níveis de gestão. Já no que se refere ao desenvolvimento de uma metodologia completa para facilitar a formulação disciplinada de estratégias a nível funcional, de negócios e corporativo, destacam-se os trabalhos desenvolvidos por Arnoldo C. Hax e Nicolás S. Majluf.

f) “A estratégia como definição da contribuição econômica e não-econômica que a empresa pretende dar a seus *stakeholders*<sup>6</sup> (aqueles que direta ou indiretamente usufruem dos benefícios da atividade empresarial”. Esta dimensão considera a estratégia como meio de estabelecer contratos sociais, o que atinge objetivos mais amplos que a simples maximização da riqueza dos proprietários ou acionistas.

Cabe ressaltar ainda que, segundo ANDREWS (1978:69), os quatro componentes da estratégia na arte de reconciliar suas implicações na seleção final do objetivo empresarial almejado pela administração são: “oportunidades do mercado; recursos e competências corporativas; valores e aspirações pessoais e; reconhecimento das obrigações devidas aos acionistas, e a outros setores da sociedade.”

A partir da dimensão apresentada na letra “e” anterior, a qual evidencia a estratégia como um canal para diferenciar as tarefas de gestão nos níveis funcionais, de negócios e corporativos, pode-se identificar e caracterizar as estratégias financeiras neste contexto, uma vez que estas se constituem, segundo HAX e MAJLUF (1996:346), numa das seis principais áreas para a análise funcional estratégica, a saber: **“estratégia financeira** (grifo nosso);

---

<sup>5</sup> Tradução do autor. Original em espanhol.

estratégia de recursos humanos, estratégia tecnológica; estratégia de aquisições; estratégia de fabricação e estratégia de *marketing*".

Ainda segundo os referidos autores, para a definição da estratégia funcional é preciso considerar os aspectos inerentes às estratégias corporativas e de negócios, as quais exercem influências significativas sobre sua forma de elaboração e implementação. Ou seja, com a estratégia corporativa tem-se a definição e o estabelecimento dos objetivos básicos a serem atendidos pela estratégia funcional, bem como a especificação de metas e campo de aplicação da mesma, evidenciados a partir da declaração de missão da empresa e, em específico, o que se refere às maneiras centrais de competir. Já com a estratégia de negócios, tem-se o estabelecimento de programas de ação com vistas a assegurar uma vantagem sustentável no longo prazo.

Assim sendo, pode-se dizer que as estratégias funcionais, dentre as quais destacam-se as financeiras, correspondem a programas de ação específicos de forma a obter a concretização das exigências do conjunto de negócios da empresa. Ou seja, **é a maneira como a empresa, reagindo ao seu meio ambiente, emprega seus recursos principais e dirige seus maiores esforços à consecução de seu propósito.**

Dentro desta perspectiva, cabe ressaltar que a **estratégia financeira** ou **política financeira**<sup>7</sup>, envolve toda a empresa para a implementação de suas ações, e apresenta, segundo HAX e MAJLUF (1996), a característica marcante de função centralizadora, basicamente em decorrência de o processo de obtenção e alocação de recursos depender da perspectiva global da empresa.

---

<sup>6</sup> Dentre os *stakeholders* destacam-se: acionistas, empregados, gerentes, clientes, fornecedores, credores, comunidades, governo, etc.

<sup>7</sup> Segundo MELO (1994a) é comum a utilização dos termos estratégia e política financeira com vistas a traduzir uma ação que foi ou que será executada a partir de condições pré-definidas. Para maiores detalhes a respeito, o referido autor sugere consultar a seguinte obra: *Gestion Stratégique e politiques de L'Organisation*, coordenada por Alain Beaufils e Jean M. Guiot.

A partir dessas características gerais, BIERMAN JR. e BREALEY e MYERS<sup>8</sup>, citados por HAX e MAJLUF (1996), destacam que as principais categorias de decisões estratégicas vinculadas a finanças, no contexto das organizações, são as seguintes:

- a) inteligência financeira;
- b) orçamento de capital;
- c) fusões, aquisições e liquidação ou venda;
- d) gestão do patrimônio líquido e política de dividendos;
- e) financiamento de dívida a longo prazo;
- f) gestão do capital de giro;
  
- g) gestão do fundo de pensões;
- h) gestão tributária;
- i) gestão do risco;
- j) gestão da relação com a comunidade financeira;
- k) organização e infraestrutura adequada à gestão financeira.

É preciso destacar ainda que, a estratégia financeira, guardadas as devidas proporções, “não é mais do que uma extensão da concepção tradicional centrada sobre o financiamento”, como bem expressa NEVES (1989:15). Assim sendo, a função financeira, e suas conseqüentes ações estratégicas, é aquela que se encarrega do processo de obtenção dos recursos monetários e formulação de estratégias voltadas para a otimização do uso desses recursos, sob os auspícios do binômio risco-retorno e da perspectiva de continuidade do empreendimento.

### ***3.2- AMBIENTE ECONÔMICO, FINANÇAS E CONTABILIDADE***

---

<sup>8</sup> BIERMAN JR., Harold. *Strategic financial planning*. New York: The Free Press, 1980 e BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 3.ed. New York: McGraw Hill Book Co., 1988.

Como é sabido por todos, a gestão de qualquer empresa desenvolve-se sob a égide de uma gigantesca e complexa base de informações, na maioria das vezes totalmente desarticulada, representada basicamente por aspectos inerentes aos ambientes legal, econômico e de competição. E é em função da identificação, mensuração e incorporação de variáveis desses e outros ambientes que são tomadas as decisões empresariais, as quais, como também já é sabido, precisam atender a objetivos e expectativas das mais diversas ordens, desde o mais simples empregado até a sociedade como um todo.

Dentro desse contexto, cabe ressaltar que, além dos aspectos de natureza ambiental, as decisões empresariais e, em especial, as de natureza financeira, devem sempre se pautar no princípio básico da **análise marginal**, segundo o qual uma decisão ou medida deve ser empreendida a partir do momento em que os ganhos marginais superem os gastos marginais.

No que se refere especificamente ao macroambiente econômico e sua relação com as atividades empresariais pode-se dizer que seus principais impactos residem basicamente no maior ou menor grau de dificuldade de as empresas exercerem suas atividades-fim, bem como na capacidade de geração de lucros a partir dessas mesmas atividades. Assim, pode-se perceber que, dependendo dos aspectos conjunturais característicos de um período, as decisões empresariais estarão mais ou menos orientadas para a obtenção de resultados a partir de sua atividade-fim, ou melhor, estarão mais ou menos voltadas para a atividade produtiva em detrimento da especulativa.

Em função da importância exercida pela conjuntura econômica sobre o direcionamento das decisões empresariais, notadamente as de cunho financeiro, faz-se necessário, para fins deste trabalho, identificar, ainda que de forma sucinta e sem a preocupação com um maior grau de profundidade, as principais características do macroambiente econômico<sup>9</sup> que vem sendo vivenciado pelas empresas brasileiras desde o início da atual década e, principalmente, a partir da implementação do Plano de Estabilização Econômica (Plano Real) em 1994.

---

<sup>9</sup> Os recursos utilizados para fins de elaboração desta caracterização são apresentados no capítulo 8 deste trabalho (Procedimentos Metodológicos).

### 3.2.1- As decisões empresariais e o ambiente macroeconômico

Durante a década de 80 e, principalmente, nos seus últimos anos, as empresas brasileiras vivenciaram um contexto econômico não muito favorável a investimentos produtivos, uma vez que as mesmas desenvolviam suas atividades num ambiente cujas principais características eram inflação elevada, altas taxas de juros, recessão e inconstância econômica (marcada por diversos planos de estabilização), ou seja, todos os ingredientes necessários ao incentivo às atividades especulativas em detrimento das operacionais, o que se constituía em característica marcante das decisões empresarias da época. Foi o período regido pela “ciranda financeira”.

A natureza e o direcionamento das decisões adotadas pelas empresas, durante e, principalmente, no final da década de 80, pode ser vista como o principal responsável pelo grau de defasagem tecnológica que as mesmas apresentaram quando da necessidade de conviver num ambiente mais competitivo e globalizado. E foi o que aconteceu no início da década de 90, quando o então presidente Fernando Collor assumiu o governo e iniciou o processo de abertura da economia brasileira. Ou seja, após longo período de proteção governamental, as empresas brasileiras perceberam, diante da abertura do mercado e do acirramento da concorrência em todos os níveis, a necessidade de adequar suas estruturas operacionais aos novos padrões estabelecidos a partir de então. Isto porque, nesse novo contexto, a sobrevivência de uma empresa pode ser assegurada não somente pelo grau de efetividade atingido no exercício de suas atividades-fim. Assim, a **necessidade de mudança na natureza e no direcionamento das decisões empresariais** é o ponto principal a ser destacado no tocante ao processo decisório das empresas nesse período.

FLEURY e ARKADER (1996:254) ilustram muito bem esse momento ao afirmarem que as empresas brasileiras, “...ameaçadas pelo aumento da concorrência externa e influenciadas por um ambiente macroeconômico desfavorável, com altos índices de inflação,



instabilidades de demanda e altas taxas de juros, [...] se viram diante de urgente necessidade de mudanças.”

Quanto ao impacto sobre a atividade empresarial, pode-se dizer que, segundo análises feitas por KANITZ (1991), o ano de 1990 foi o pior ano da história para as empresas brasileiras, tendo sido marcado, dentre outros, pelos seguintes aspectos característicos:

- a) confisco dos recursos monetários;
- b) política econômica recessiva, pautada em elevadas taxas de juros;
- c) insuficiência de recursos para o financiamento da retomada do crescimento econômico.

Diante de tal combinação de fatores, as empresas brasileiras amargaram acentuada redução dos seus níveis de liquidez e de rentabilidade em relação a 1989, culminando em retração dos investimentos em atividade produtiva.

Outro aspecto relevante a ser destacado em relação a esse período, refere-se ao fato de que enquanto a maior parte das empresas amargou redução do volume de vendas, a produção de alimentos aumentou quase 2% no período, apesar de o mesmo não se poder dizer quanto ao faturamento, já que este apresentou redução. Dentre as causas da redução do nível de faturamento das empresas alimentícias, KANITZ (1991) identifica basicamente a mudança dos hábitos alimentares dos consumidores, mediante substituição de alimentos mais caros pelos básicos, mais baratos.

### ***3.2.1.1- Período pré-Real: de janeiro de 1991 a fevereiro de 1994***

O ano de 1991, motivado pelos fatores macroeconômicos característicos de 1990, não foi nada diferente, resultando em um período onde as empresas conviveram com o

aprofundamento da recessão econômica e conseqüente queda de faturamento, geração de prejuízo operacional e baixa produtividade. Tal conjunto de fatores, obviamente, inviabilizou planos de investimento, uma vez que as empresas passaram a priorizar a garantia da própria sobrevivência. Ou seja, muitos negócios foram evitados por falta de recursos financeiros, bem como pela dificuldade de as empresas vislumbrarem um horizonte de planejamento plausível para a realização de investimentos produtivos.

Entretanto, cabe ressaltar que, enquanto a maioria dos setores caracterizava-se por uma série de debilidades de ordem econômico-financeira, o setor financeiro apresentava-se altamente rentável, devido à não uniformidade no impacto das políticas governamentais sobre a atividade econômica. A tal fato, KANITZ (1992:27) identifica a “desorganização não apenas da estrutura dos agentes econômicos, mas a própria composição dos preços.” Além do que, sem empresas rentáveis, dificilmente se conseguirá a retomada do crescimento econômico pela falta de recursos para o financiamento dos investimentos necessários.

No âmbito da indústria alimentícia, análises feitas por KANITZ (1992) evidenciaram que, apesar da recessão, as empresas do setor conseguiram recompor suas margens de lucro e estavam atenciosas, tanto no que se refere aos investimentos na produção, quanto ao lançamento de novos produtos. Já no que se refere à indústria de eletroeletrônicos, o mesmo não pode ser dito, uma vez que as empresas desse setor estavam entre as de pior desempenho no período.

Avaliações relativas ao ano de 1992 revelaram que, nesse período, a situação das empresas brasileiras sofreu ligeira melhora diante dos seguintes aspectos:

- a) crescimento nas vendas, apesar de ainda operarem com capacidade ociosa;
- b) recuperação das margens de contribuição;
- c) recuperação, ainda que parcial, dos níveis de rentabilidade;
- d) retorno ao processo de tomada de decisões de investimento no próprio negócio ou em empreendimentos novos, com baixo endividamento e fortalecimento do capital próprio.

Nesse mesmo período, as empresas alimentícias, diante da retração do mercado interno, aumentaram as operações de exportação, culminando em um aumento considerável de suas vendas. Além disto, grandes negócios envolveram empresas do setor, como é o caso, por exemplo, da *Perdigão Agroindustrial* que sofreu reorganização societária e financeira.

Já no que se refere às indústrias do setor de eletroeletrônicos, pode-se dizer que estas sofreram um dos seus piores anos, amargando forte retração das vendas, diante do acirramento da concorrência externa. Concorrência essa que obrigou as empresas do referido setor a rever seu *mix* de produtos, reduzir os desperdícios na produção, reduzir o prazo médio de estocagem e, em alguns casos, a fechar instalações. Ou seja, tais empresas tiveram, praticamente, que proceder a uma reengenharia em suas atividades operacionais.

Em 1993, continuando uma tendência iniciada em 1992, as empresas brasileiras obtiveram novamente um incremento em suas vendas (11,6% em relação a 1992), servindo para recuperar o terreno perdido em razão dos efeitos desastrosos do Plano Collor, como bem destaca KANITZ (1995). Segundo SILVA *et al* (1994:148), tal fato deveu-se basicamente à “...resolução da crise política decorrente do *impeachment*, associada a uma política monetária frouxa que provocou a expansão do consumo e da produção no quarto trimestre de 1992 e sua continuidade no primeiro trimestre com a reposição dos estoques que se exauriram com as vendas de fim de ano...”

Dentro desse contexto, as 500 maiores empresas brasileiras conseguiram melhorias significativas em termos de rentabilidade e produtividade, mas não conseguiram, entretanto, livrar o período de 1990 a 1993 como o **pior da história industrial brasileira em termos de rentabilidade.**

Diante do exposto até então, cabe ressaltar que, segundo matéria publicada pela *Revista Exame*<sup>10</sup> em maio de 1992, o período de 1991 a 1993 pode ser descrito como a seguir:

*“Que as empresas brasileiras estão sendo cruelmente açoiadas pela mais renitente e destruidora crise experimentada pelo país até as pedras sabem. Os efeitos da pancadaria multiplicam-se para onde quer que se olhe. São visíveis no vermelho dos balanços, na languidez dos gráficos de vendas, nas estatísticas de concordatas, na secura dos investimentos. Talvez nunca, na história da empresa privada brasileira, tantos sinais feios tenham aparecido juntos numa mesma época. A crise que as empresas enfrentam nesse começo de caminhada rumo ao ano 2000 traz um elemento que a faz bem mais desafiadora que outras tormentas, como a do limiar dos anos 80. É que à recessão acrescenta-se, hoje, a abertura do mercado, que dez anos atrás estava confortavelmente fechado para a competição externa. Os rivais estrangeiros vão invadindo o quintal das empresas brasileiras justamente num momento em que elas estão mais frágeis. Todo esse quadro, porém, tem uma face oculta, ou ainda bem pouco visível, e dela já se podem extrair sinais positivos: virulenta, selvagem mesmo, ‘a crise está empurrando as empresas brasileiras para um formidável, inédito movimento de modernização’.”*

Dentro desta perspectiva de modernização, cabe destacar que, segundo resultados de pesquisa realizada por ABRANCHES, FLEURY e AMADEO<sup>11</sup>, citados por FLEURY e ARKADER (1996), as principais forças motivadoras do **processo de ajuste** das empresas brasileiras entre o início de 1990 e fevereiro de 1994, foram as seguintes:

- a) maior concorrência interna;
- b) recessão interna;
- c) maior competição de importados;
- d) menores custos de produção;
- e) melhor qualidade;
- f) maior flexibilidade;
- g) mais inovatividade, dentre outras.

Diante do exposto, pode-se dizer que a conjuntura econômica característica do período de 1990-93 serviu para redirecionar o conjunto das decisões empresariais, mediante concentração de esforços no exercício da atividade-fim do empreendimento, ou seja, no seu

---

<sup>10</sup> “Do limão se faz a limonada”. *Exame*, 27 de maio de 1992, p.44.

*core business*, uma vez que o ambiente competitivo assim o exigiu e continua, cada vez, a exigir.

### **3.2.1.2- Período pós-Real: de março de 1994<sup>12</sup> a dezembro de 1995**

A implantação do Plano Real pode ser considerada como sendo o momento da instituição da Unidade Real de Valor- URV, em 28 de fevereiro de 1994, com vistas a preparar a economia para a introdução da nova moeda, o Real.

A partir da implantação do referido Plano de Estabilização Econômica, o país vivenciou um período de grande expansão da atividade econômica, com as empresas reconquistando a capacidade de investir no próprio negócio em função da melhora dos níveis de liquidez, rentabilidade, produtividade e endividamento. Surge então, a preocupação com **a necessidade de recursos para o financiamento do volume de atividades** empreendido em decorrência da expansão do consumo, fruto do aumento da capacidade do poder aquisitivo da população, ou seja, do conseqüente acesso dos estratos de baixa renda ao mercado de bens de consumo.

Segundo VIGLIO (1995), dados da Abia- Associação Brasileira das Indústrias de Alimentos revelam que, com a estabilização da moeda, o consumo se expandiu, ampliando o nível de atividade da indústria, levando-a a operar próximo ao nível limite de sua capacidade instalada. Muitos dos projetos de investimento foram retomados, e a produção física global cresceu 4,7% em relação a 1993. Ainda segundo a mesma associação, a redução do faturamento real das indústrias alimentícias deveu-se principalmente à “maior exposição da economia à concorrência internacional, consolidação do Mercosul e o acirramento da competição interna”.

---

<sup>11</sup> ABRANCHES, S.; FLEURY, P. F.; AMADEO, E. *Caminhos da modernização empresarial no Brasil*. Documento de Trabalho n° 2, Projeto Modernização Empresarial e Emprego no Brasil- Finep, outubro de 1994.

<sup>12</sup> Segundo MELO (1997), o ano de 1994 reflete integralmente os efeitos do Plano Real.

Devido à abertura comercial e às perspectivas de ampliação do mercado interno, as indústrias alimentícias iniciaram investimentos em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, *marketing* e equipamentos para expansão e modernização, o que evidenciou uma maior preocupação com o desenvolvimento da atividade operacional.

No que se refere às empresas eletroeletrônicas, VIGLIO (1995) destaca que os dados da Abinee- Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletroeletrônica revelaram uma significativa elevação do faturamento dessas empresas em 1994 (acréscimo de 22,5% em relação a 1993). As vendas das indústrias de eletrodomésticos portáteis revelaram crescimento em todos os itens. Ou seja, em quase todos os eletroeletrônicos domésticos os negócios se expandiram satisfatoriamente, cujos principais agentes impulsionadores foram a copa do mundo de 1994 e o Plano Real.

Em 1995, continuando a onda de expansão das atividades, as 500 maiores empresas brasileiras aumentaram seu faturamento e sua rentabilidade em relação a 1994, fato esse que favoreceu, sobremaneira, a política de redução dos níveis de endividamento dessas empresas. Tal política deveu-se, sobretudo, às elevadas taxas de juros praticadas pelo governo como instrumento de política monetária, com vistas à contenção da explosão de consumo iniciada em 1994.

A estabilidade continua favorecendo a indústria de alimentos em 1995. Apesar da redução no volume de vendas, as empresas alimentícias conseguiram aumentar seu faturamento no período, tudo indica em função da ampliação das exportações. Aumentou o nível de investimentos realizados por essas empresas, principalmente em equipamentos para expansão e modernização das atividades, desenvolvimento de novos produtos e de novas estratégias mercadológicas.

Em relação à demanda de eletroeletrônicos e, em especial, de produtos domésticos, pode-se dizer que esta se manteve constante em 1995, apesar das restrições de crédito

adotadas pelo governo. Os diversos segmentos da indústria eletroeletrônica operaram acima dos 80% de utilização da capacidade instalada, segundo dados da Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletroeletrônica- Abinee.

Diante do exposto até então, pode-se verificar quão acentuado é o grau de influência do ambiente macroeconômico sobre o conjunto de decisões empresariais, cujos impactos são refletidos pelas demonstrações financeiras das empresas. Assim sendo, no período em apreço, percebeu-se claramente uma mudança de enfoque das empresas brasileiras no tocante ao seu processo decisório, ou seja, passaram da priorização às atividades especulativas para o “pleno” exercício de suas atividades operacionais ou *core business*.

### 3.2.2- As decisões empresariais e a contabilidade

Objetiva-se, nesta parte do trabalho, apresentar o sistema contábil como sistema de informações do conjunto de decisões empresariais tomadas por uma empresa, bem como sua utilização na análise de desempenho desse mesmo conjunto de decisões.

A contabilidade é a ciência gestora do patrimônio das entidades e suas atribuições básicas consistem na identificação, mensuração, classificação, registro e apresentação ou comunicação do conjunto de decisões empresariais que, de uma forma ou de outra, tenham afetado a situação patrimonial de uma empresa e cujos resultados serão analisados tanto por usuários internos quanto externos. Constitui-se assim, em um verdadeiro sistema de informação ou de comunicação na medida em que pode ser decomposto nas partes apresentadas por SHANNON e WEAVER<sup>13</sup>, citados por SILVA (1996), a saber: fonte, codificação, mensagem, canal, decodificador e receptor.

Dentro desta perspectiva, cabe ressaltar a consideração de GLAUTIER e UNDERDOWN<sup>14</sup>, citados por DOLABELLA (1995:53), a respeito da contabilidade:

*“... a contabilidade é uma ciência social que pode ser facilmente analisada como um sistema de informação, pois esta tem todos os atributos de um sistema. Ela tem um objetivo básico, que é fornecer informação, e ela tem elementos claros e bem definidos na forma de pessoas e equipamentos. Além disso, a contabilidade tem as típicas atividades de um sistema, que são a entrada, o processamento e a saída.”*

O sistema contábil constitui-se, assim, num manancial de dados e informações acerca dos efeitos do conjunto de decisões tomadas por uma empresa no decorrer de determinado período, sendo amplamente utilizado nas análises de desempenho econômico-financeiro das empresas tanto em sentido **estático** quanto **preditivo**.

---

<sup>13</sup> SHANNON, C.E.; WEAVER, W. *The mathematical theory of communication*. Urbana: The University of Illinois Press, 1962.

<sup>14</sup> GLAUTIER, M.W.E., UNDERDOWN, B. *Accounting theory and practice*. 3.ed. London: Pitman, 1962.



As demonstrações financeiras, geradas pelo sistema contábil de uma empresa, são as seguintes, conforme a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas):

- a) Balanço Patrimonial (BP);
- b) Demonstração do Resultado do Exercício (DRE);
- c) Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL);
- d) Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR).

Ressalta-se ainda a exigência, para as sociedades anônimas, de publicação do relatório da administração, do parecer do conselho fiscal e do parecer dos auditores independentes. O referido conjunto de publicações destina-se primordialmente aos **usuários externos** da informação contábil.

### ***3.2.2.1- O balanço patrimonial***

O balanço patrimonial é uma **demonstração estática** que se destina a apresentar a situação patrimonial de uma empresa em determinado momento, ou seja, é como se fosse um “retrato” da empresa naquele momento.

Sob o ponto de vista jurídico, o balanço patrimonial evidencia um conjunto de bens, direitos e obrigações, o qual é segregado em dois grandes grupos, a saber: o **ativo** e o **passivo**. No ativo classificam-se os bens e direitos que a empresa possui, enquanto no passivo, são classificadas as suas dívidas para com terceiros. Da diferença entre os dois grupos, obtém-se a situação líquida ou patrimônio líquido (PL), que representa a parte do patrimônio empresarial que realmente pertence aos seus proprietários ou acionistas.

Sob o ponto de vista financeiro, o ativo representa o conjunto de investimentos realizados por uma empresa, à luz de sua natureza operacional e das condições do macroambiente econômico, o qual se constitui na estrutura capaz de permitir à mesma o exercício de sua atividade-fim. Por outro lado, o passivo representa o conjunto de recursos,

dentre capitais de terceiros e capitais próprios, utilizados no financiamento dos investimentos realizados. Assim, pode-se dizer que o **ativo** representa o conjunto das **aplicações de recursos** e o passivo o conjunto das **origens de recursos**, os quais, segundo a equação patrimonial, são iguais, ou seja, ativo é igual a passivo mais patrimônio líquido (Ativo = Passivo Exigível + PL). Excepcionalmente pode acontecer de o passivo exigível superar o ativo total, culminando, assim, em uma situação de **passivo a descoberto**.

Dentro desta perspectiva, pode-se dizer ainda que o ativo traduz o conjunto das **decisões de investimento** relativo a determinado período, enquanto o passivo reflete o conjunto das **decisões de financiamento**, constituindo-se na chamada estrutura financeira da empresa.

Com relação ao ativo, cabe ressaltar ainda que o mesmo é subdividido em circulante (AC), realizável de longo prazo (RLP) e permanente (AP). De maneira semelhante, o passivo é subdividido em circulante (PC), exigível de longo prazo (ELP), resultado de exercícios futuros (REF) e, por fim, o patrimônio líquido (PL). O critério de classificação das diversas contas nesses subgrupos é pautado na dimensão do exercício social, que normalmente coincide com o calendário civil, ou do ciclo operacional, no caso de atividades em que este supera ao exercício social (atividade rural e estaleiros, são exemplos). Assim sendo, são classificados no curto prazo os valores realizáveis ou exigíveis até o exercício social/ciclo operacional seguinte ao balanço atual, e no longo prazo, aqueles que excederem a tal período.

### ***3.2.2.2- A demonstração do resultado do exercício***

A demonstração do resultado do exercício é uma **demonstração dinâmica** que se destina a apresentar o processo de formação do resultado econômico obtido com o desenvolvimento das atividades em determinado período, ou seja, a *performance* econômica da empresa traduzida pelos níveis de lucratividade e rentabilidade associados. Assim, seus principais níveis são: receita operacional bruta, receita operacional líquida, lucro operacional

bruto, lucro operacional líquido, lucro antes dos impostos e contribuições e lucro líquido do exercício.

### ***3.2.2.3- A demonstração das mutações do patrimônio líquido***

A demonstração das mutações do patrimônio líquido, como o próprio nome diz, visa evidenciar as alterações ocorridas no subgrupo patrimônio líquido do balanço patrimonial, sejam as mesmas decorrentes de mera permuta entre seus elementos constitutivos, como, por exemplo, uma incorporação de reservas, ou de uma real modificação da situação líquida da empresa decorrente, por exemplo, de um aporte de capital realizado pelos sócios ou acionistas. Ou seja, mostra as movimentações ocorridas com os lucros ou prejuízos acumulados bem como com as demais contas que compõem o patrimônio líquido. Para fins de análise, a DMPL pode ser considerada de grande importância, uma vez que permite a **identificação e estudo das fontes de recursos próprios** utilizadas por uma empresa em determinado período.

### ***3.2.2.4- A demonstração das origens e aplicações de recursos***<sup>15</sup>

A demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR), como o próprio nome diz, destina-se a evidenciar as principais origens e aplicações de recursos de uma empresa em determinado período. Ou seja, evidencia o conjunto de decisões financeiras relativas a investimentos e financiamentos. De uma maneira mais específica, a DOAR evidencia a dinâmica do capital circulante líquido (CCL), conceito fundamental para esse demonstrativo, através da confrontação de decisões que aumentaram e que diminuiram o seu valor ao longo de determinado período, ou mais precisamente que afetaram a posição financeira de curto prazo da empresa. Assim sendo, para fins de elaboração deste

---

<sup>15</sup> Para maiores detalhes sobre esse demonstrativo, bem como sua utilização e normas internacionais pertinentes, ver: MARQUES, J.A.V.C.; BRAGA, R. Normas legais internacionais associadas às

demonstrativo, são consideradas tão somente as operações que envolvem elementos do *circulante* e do *não circulante*.

GHERRIZE (1971:47) considera a DOAR “...como uma demonstração condensada do modo pelo qual as operações foram financiadas e os recursos financeiros aplicados durante certo tempo.”

Nesta mesma perspectiva, MAZZUCCA (1978:8) a define como uma demonstração que “procura sumarizar as fontes das quais foram originados os recursos da empresa num determinado período, bem como o uso que foi dado a esses recursos.”

Nos termos da legislação referente às publicações das sociedades anônimas, destaca-se o artigo 188 da Lei 6.404/76, o qual, dentre outros aspectos, evidencia a DOAR como sendo a demonstração que “...indicará as modificações na posição financeira da companhia, discriminando”:

a) as **origens de recursos**, agrupadas em: das próprias operações, de acionistas, de terceiros;

b) as **aplicações de recursos**, agrupadas em: distribuição de dividendos, aquisição de ativos permanentes, aumento de realizável a longo prazo e redução de exigível de longo prazo;

c) a diferença entre as origens e aplicações de recursos, indicando o **aumento** ou **redução do capital circulante líquido**.

A partir dessa estruturação básica, estabelecida pela Lei 6.404/76, MATARAZZO (1985:169) destaca que a DOAR permite evidenciar aspectos importantes relativos à gestão financeira de uma empresa em determinado período. Além disto, “...acrescenta enorme conjunto de informações sobre a **dinâmica financeira da empresa**: quais as fontes utilizadas para financiar a expansão da sociedade, como se alterou a situação financeira, quais

---

demonstrações de fluxos de capital circulante líquido e caixa. *Economia & Empresa*, São Paulo, v.3, n.4, p.64-76, out./dez. 1996.

os rumos que a administração financeira vem dando à empresa, quais as tendências financeiras e outras.”

Da mesma forma, GUERRIZE (1971) ressalta que a DOAR, dentre outros objetivos, informa à administração da empresa e aos analistas externos sobre algumas questões inerentes ao processo de obtenção e alocação de recursos, conforme apresentadas abaixo:

- a) Qual o total de recursos gerados internamente pelas operações da empresa?
- b) Como está sendo financiada a expansão da empresa?
- c) Que foi feito com os recursos obtidos pelo aumento da estrutura de capital?

BRASIL e BRASIL (1993:50) também evidenciam a importância da DOAR como instrumento de análise financeira ao afirmarem que esta “...expressa a dinâmica dos fluxos de longo prazo e pode responder [...] a perguntas ligadas aos componentes do capital de giro...”, dentre as quais destaca-se a seguinte: **Qual percentagem de autofinanciamento foi incorporada ao capital de giro?**

Segundo MATARAZZO (1985:171), “muitas das informações contidas na DOAR são concernentes a tendências, políticas da empresa e alternativas escolhidas que seguem determinada trajetória cuja análise permite certa projeção para o futuro”.

Nesse mesmo sentido, NEVES (1989:221) destaca que a “maior utilidade do mapa de origens e aplicações de recursos está na **análise da política de financiamento dos investimentos**. Assim, pelas percentagens de cada natureza de origens e aplicações de fundos é possível compreender a gestão da empresa em relação ao seu fundo de manio<sup>16</sup>” (grifo nosso).

Dentro desta perspectiva, SILVA (1995) sugere uma DOAR integrada ao conceito de investimento operacional em giro (IOG), ou necessidade de capital de giro (NCG), sendo

necessário, para isso, um detalhamento relativo à variação do CCL, como bem acentua o referido autor.

A seguir apresenta-se um modelo básico de integração do IOG à DOAR, adaptado a partir de SILVA (1995:411):

QUADRO 1 - Integração do IOG à DOAR

<b>Origens de Recursos</b>	<b>R\$ mil</b>	<b>%</b>	<b>Aplicações de Recursos</b>	<b>R\$ mil</b>	<b>%</b>
Do autofinanciamento			Nas operações (prejuízo)		
Dos acionistas			Aumento da NCG		
De terceiros			Tesouraria (T)		
Curto prazo (T)					
Longo prazo					
Redução da NCG			Ativos permanentes		
Redução do RLP			Redução do ELP		
Desinvestimentos			Aumento do RLP		
Dividendos de Coligadas			Outras		
Outras					

Por fim, cabe ressaltar que existe atualmente um forte movimento em torno à substituição da DOAR pela demonstração do fluxo de caixa (DFC), em função da maior facilidade de entendimento dessa em detrimento daquela. Substituição essa que já consta do projeto de reformulação da Lei 6.404/76.

Os críticos da DOAR acentuam que seu principal problema reside na dificuldade de entendimento do conceito de fundos ou recursos, considerado ambíguo, dificultando a comparabilidade e se constituindo na causa básica da diferença entre as abordagens da DOAR e da DFC. Nos termos do parágrafo 4 do *International Accounting Standard N.7: Statement of Changes in Financial Position*, citado por MARQUES e BRAGA (1996b), o termo fundos em geral se refere à caixa; à caixa e equivalentes, ou ao capital de giro, ou seja, fundos ou recursos podem assumir a dimensão do caixa ou quaisquer outras formas de

<sup>16</sup> Fundo de maneio pode ser entendido como capital de giro.

ativos líquidos. Para GHERRIZE (1971:48) o termo “fundos” refere-se a “todas as fontes e todas as aplicações que afetam a posição financeira da empresa”.

Assim sendo, diante da dificuldade de interpretação da DOAR, MARQUES e BRAGA (1996b) evidenciam que a demonstração do fluxo de caixa, devido à sua maior facilidade de entendimento, já vem sendo largamente utilizada em países como Estados Unidos, desde 1988, e Grã-Bretanha, desde 1992. No Brasil, contudo, continua sendo elaborada e publicada a DOAR. Entretanto, o projeto de reformulação da Lei 6.404/76 já contempla a sua substituição pela DFC.

Diante das críticas referentes à dificuldade de entendimento da demonstração das origens e aplicações de recursos em relação à demonstração do fluxo de caixa, é preciso deixar bem clara a diferença de escopo entre essas duas demonstrações, o que é feito com propriedade por MAZZUCCA (1978:8):

*“Enquanto a demonstração do fluxo de caixa tem por objetivo mostrar quais as variações nas diversas contas da empresa que provocaram um aumento ou uma diminuição no seu disponível, a demonstração de origens e aplicações de recursos tem uma finalidade mais ampla, uma vez que considera, além das variações que afetaram o disponível, aquelas que resultaram em novos direitos ou obrigações para a empresa.”*

Diante disto, pode-se dizer que a DOAR é mais rica em informações que a DFC, proporcionando informações de natureza mais ampla em relação ao conjunto das decisões financeiras, enquanto a DFC procura evidenciar aspectos mais específicos e mais inteligíveis em relação ao disponível.

### ***3.2.2.5- Limitações das demonstrações financeiras***

Dentre as limitações das demonstrações financeiras como fonte de dados para o processo de análise econômico-financeira das empresas, pode-se evidenciar, dentre outras, as seguintes, conforme SILVA (1996):

- a) o fato de “a contabilidade procurar mensurar o desempenho de uma organização”, pois sabe-se que é praticamente impossível traçar um perfil completo de uma empresa;
- b) o fato de a contabilidade utilizar-se de números para transmitir seus resultados e a existência de fatores de difícil conversão em moeda;
- c) o fato de “o método contábil ser caracterizado pela acumulação de informações nas diferentes etapas”, dificultando a identificação de erros no sistema;
- d) “a necessidade de tempestividade como um fator fundamental para a adequada evidenciação”, dificultando a expressão de números mais próximos à realidade;
- e) a aleatoriedade na distinção entre curto e longo, como bem evidencia HEATH (1980) em seu clássico artigo *Is Working Capital Really Working?*

Essas limitações, dentre outras, reduzem, até certo ponto, o grau de precisão do sistema de informação contábil. Entretanto, SILVA (1996:72) acentua que “apesar destes problemas, a **contabilidade vem sendo amplamente utilizada há séculos**, o que indicaria que as inferências obtidas a partir destas informações possam ser relevantes e influenciar decisivamente o processo decisório do usuário” (grifos nossos).



## **4- A ANÁLISE FINANCEIRA TRADICIONAL**

A análise financeira vem sendo empreendida tradicionalmente à luz dos indicadores de liquidez, mensurados a partir de relações entre elementos constitutivos do 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**. Na verdade, essa preocupação com o elemento liquidez pode ser vista como uma constante desde quando finanças se tornaram um campo de estudos e pesquisas sistematizado no início deste século.

No que se refere à noção de equilíbrio financeiro, encarada pela **análise tradicional**, também conhecida como **patrimonial**, NEVES (1989:120) destaca que o mesmo é considerado sob o ponto de vista de “...uma obrigação jurídica e de preocupação dominante dos credores de a empresa estar **apta a solver os seus compromissos nas respectivas datas de vencimento...**” (grifo nosso). É dentro desta perspectiva que se desenvolve a conhecida análise patrimonial (ou tradicional) do equilíbrio financeiro, mediante utilização de conceitos e indicadores relativos a: estabilidade, liquidez, solvência, capacidade de endividamento, estrutura, etc.

Dentre os principais autores nacionais que desenvolvem os aspectos e procedimentos referentes à análise financeira tradicional, pode-se destacar Iudícibus, Florentino, Walter, Matarazzo, Assaf Neto e Silva.

### ***4.1- A ANÁLISE TRADICIONAL DO EQUILÍBRIO FINANCEIRO***

Sob a ótica do equilíbrio financeiro, pautado na capacidade de pagamento da empresa, a análise tradicional considera e concebe o balanço patrimonial como a

demonstração suporte para a análise do mesmo, decompondo-o nos seguintes grupos, a saber:

QUADRO 2 - Representação do balanço patrimonial

ATIVOS	CAPITAIS DE TERCEIROS
	CAPITAIS PRÓPRIOS

A partir do balanço patrimonial, a análise financeira tradicional visa, sobretudo, o estudo e a avaliação do elemento **liquidez como expressão da capacidade de pagamento da empresa na data do vencimento**, sob a ótica de que os elementos do ativo são classificados pelo grau de liquidez e os do passivo pelo grau de exigibilidade, conforme ilustrado no quadro 3 abaixo. Além disto, cabe ressaltar que, para a mensuração de relações em termos liquidez, estabilidade, solvência, endividamento e, a partir daí, analisar a situação econômico-financeira de uma empresa, faz-se necessária a reclassificação das diversas contas que integram o balanço patrimonial.

QUADRO 3 - Representação do balanço patrimonial segundo os graus de liquidez e exigibilidade

↓ Grau de liquidez	ATIVO CIRCULANTE (AC)	CAPITAL CIRCULANTE (PC)	↓ Grau de exigibilidade
	ATIVO PERMANENTE (ARLP+AP)	CAPITAL PERMANENTE (ELP+PL)	

Fonte: Adaptado de NEVES (1989)

Assim, ao se relacionar o passivo circulante com o ativo circulante, pode-se dizer que a empresa estará equilibrada no curto prazo desde que o AC seja maior que o PC ou que a diferença entre ambos seja maior que zero, ou seja, desde que exista capital circulante líquido ou capital de giro líquido ( $CCL = AC - PC$ ), uma vez que este é considerado como a expressão do equilíbrio financeiro. Esta é a definição clássica de CCL. Uma outra maneira de se mensurar o capital circulante líquido é pela diferença entre os capitais permanentes (ELP, REF e PL) e os ativos permanentes (RLP e AP), ou seja:

$$CCL = (ELP + REF + PL) - (RLP + AP)$$

Onde:

CCL- Capital Circulante Líquido

ELP- Exigível de Longo Prazo

REF- Resultado de Exercícios Futuros

PL- Patrimônio Líquido

RLP- Realizável de Longo Prazo

AP- Ativo Permanente

Assim sendo, pode-se dizer que o CCL corresponde àquela parcela de investimentos no giro dos negócios que o passivo circulante não cobre, e que, portanto, é financiada por fundos de longo prazo, representando, assim, uma **aplicação de recursos**. Neste sentido, pode-se dizer ainda que, quanto maior for o CCL, maior será a “folga financeira” ou a posição de liquidez de curto prazo da empresa. Por outro lado, quando negativo, além da inexistência de folga financeira, evidencia a utilização de recursos de curto prazo no financiamento de investimentos em ativos permanentes, representando 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.

Segundo NEVES (1989:128), essa conclusão de que o capital circulante líquido tem que ser positivo para a empresa estar equilibrada financeiramente decorre de premissas falsas,

uma vez que “a análise é demasiadamente **estática**, pois parte do princípio de que a atividade da empresa pára, o que é contraditório com o princípio contabilístico da continuidade dos exercícios em que se assenta o balanço.” (grifo nosso).

Dentro desta perspectiva, a análise financeira tradicional utiliza-se ainda dos seguintes indicadores de natureza econômico-financeira:

- a) Indicadores de liquidez: corrente, seca ou real, geral e imediata.
- b) Índices de atividade: prazos médios de cobrança, de estocagem e de pagamento.
- c) Índices de estrutura e endividamento: basicamente a participação do capital de terceiros e a composição do endividamento.
- d) Indicadores de rentabilidade: margem líquida, margem operacional, rentabilidade do ativo total e rentabilidade do patrimônio líquido.

Tal conjunto de indicadores, como se pode perceber, permite melhor caracterizar a capacidade de solvência da empresa, bem como evidenciar possíveis causas de desequilíbrio financeiro, quando for o caso. Assim sendo, NEVES (1989:128) destaca os seguintes princípios orientadores da análise financeira tradicional, quais sejam:

*“1- O equilíbrio estará tanto mais assegurado quanto maior for o capital próprio e menor o alheio. Deste último, se estiver a médio e longo prazo tanto melhor para o equilíbrio;  
2- Verifica-se tanto mais equilíbrio quanto mais os capitais permanentes cobrirem os imobilizados e outros activos de carácter permanente;  
3- Quanto maior a rentabilidade do capital total em relação ao juro a pagar ao capital alheio, tanto melhor as condições de equilíbrio a prazo.”*

Por fim, cabe ressaltar que, ainda segundo o referido autor, uma empresa reúne as condições básicas de estabilidade financeira se sua “estrutura financeira se apresentar consistente e simultaneamente garantida a rentabilidade em comparação com o custo do capital alheio”.

#### **4.1.1- Críticas à análise tradicional do equilíbrio financeiro**

Como se pode verificar pelo exposto, a noção de equilíbrio financeiro, utilizada pela análise financeira tradicional, pauta-se basicamente no princípio da adequabilidade de prazos entre as alternativas de financiamento e as modalidades de investimento. NEVES (1989:130) deixa isto bem claro ao afirmar que “o equilíbrio financeiro resulta por isso da harmonização entre os tempos de transformação dos ativos em dinheiro e o ritmo de transformação das dívidas em exigível”.

Dentro desta ótica, os ativos permanentes devem ser financiados basicamente por capitais também permanentes, com vistas a proporcionar a condição de equilíbrio financeiro mínimo. A esse respeito, DEPALLENS<sup>17</sup>, citado por NEVES (1989), afirma que “os capitais utilizados por uma empresa para financiar uma imobilização, uma existência ou outro ativo, devem permanecer à sua disposição durante um tempo que corresponda pelo menos à duração dessa imobilização, existência ou outro ativo”. Entretanto, tal condição, por si só, é considerada insuficiente, devido às diferenças entre prazos de liquidez e exigibilidade inerentes aos elementos circulantes. Ou seja, enquanto os passivos circulantes apresentam um prazo determinado para exigibilidade, os ativos circulantes, à exceção das disponibilidades, apresentam maior grau de incerteza e risco associados à sua capacidade de conversão em caixa.

Em decorrência dessas diferenças temporais entre os elementos circulantes, surge a figura do capital circulante líquido, excesso de ativos circulantes em relação aos passivos circulantes, na condição de “anteparo” ou “suporte” a essas diferenças, com vistas a proporcionar segurança e flexibilidade à gestão do curto prazo. CONSO<sup>18</sup>, citado por NEVES (1989), define muito bem esta perspectiva ao afirmar que, segundo a teoria tradicional, “o fundo de maneio é um indicador do equilíbrio financeiro, com interesse não só relativamente à solvibilidade no momento de cálculo, mas sobretudo em relação à solvibilidade futura”. É preciso ressaltar, entretanto, que devido à própria dinâmica dos elementos

---

<sup>17</sup> DEPALLENS, George. *Gestion financière de l'entreprise*. 5.ed. Paris: Editions Sirey, 1974, p.193.

<sup>18</sup> CONSO, Pierre. *A gestão financeira das empresas*. Porto: Rés Editora, Coleção Espiral, 1979, p.156.

circulantes, a garantia de equilíbrio, que a existência de CCL positivo pode proporcionar, deve ser considerada e analisada de forma moderada pela gestão.

É basicamente dentro da perspectiva apresentada anteriormente que, segundo NEVES (1989), surge uma das principais críticas à análise financeira tradicional ou patrimonial, qual seja a de que o **capital circulante líquido**, da forma como é calculado ( $CCL = AC - PC$ ) **não pode representar as necessidades decorrentes do ciclo de operação**, apesar de conceitualmente deixar transparecer essa idéia.

Desse modo, pode-se dizer que o problema associado ao CCL clássico refere-se basicamente a procedimentos de **mensuração e avaliação**. Isto porque em sua base de cálculo encontram-se valores decorrentes de decisões ligadas ao ciclo de operação, bem como ao ciclo de financiamento, como bem ressalta NEVES (1989). Surge assim, a necessidade de uma análise financeira que encare o equilíbrio financeiro em conexão com as decisões a partir do ciclo financeiro, a qual será apresentada mais a seguir.

Além desta, pode-se identificar outras críticas inerentes à análise financeira tradicional ou patrimonial, as quais se referem basicamente aos instrumentos utilizados pela mesma, sendo os indicadores de liquidez os mais criticados pela literatura financeira.

No que se refere aos indicadores de liquidez, SCHERR (1989:553) sintetiza, com propriedade, seus inconvenientes ao afirmar que os mesmos “...proporcionam sinais equivocados, contraditórios ou nenhum sinal sobre as mudanças reais na posição de liquidez...” de uma empresa. Outras críticas relativas a esses indicadores podem ser constatadas em MARION (1983) e HOPP e PAULA LEITE (1989).

Apesar das críticas que lhes são atribuídas, cabe ressaltar que, segundo SILVA (1996), resultado de pesquisa realizada por GIBSON<sup>19</sup>, junto aos cem maiores bancos dos Estados Unidos, evidenciou o índice de liquidez corrente como o segundo mais utilizado nas

análises financeiras. O primeiro foi o índice de endividamento. Ainda segundo o referido autor, o índice de liquidez corrente foi citado em 50% dos relatórios anuais das grandes empresas norte-americanas.

Tal fato reforça a posição defendida por HOOP e PAULA LEITE (1989:69), segundo os quais “o destino dos índices de liquidez é o destino dos mitos: são aceitos sem discussão porque são populares”, mas deixam bem claro a necessidade de revisão por parte do mundo acadêmico e da profissão contábil.

Por fim, cabe destacar que, segundo SILVA (1996) é preciso sempre considerar que as informações evidenciadas pelos tradicionais indicadores de liquidez são, concomitantemente, relevantes e parciais, sendo necessário proceder a análises complementares, com vistas à obtenção de uma informação mais acurada sobre a situação da empresa.

No âmbito deste trabalho, a perspectiva assumida é a de inadequabilidade dos indicadores capital circulante líquido e liquidez, utilizados pela análise financeira tradicional, como instrumento de análise da política e situação financeiras de curto prazo das empresas.

Assim sendo, apresenta-se a seguir o modelo dinâmico de gestão financeira de empresas (*Modelo Fleuriet*), a partir do qual se desenvolve a análise financeira moderna ou funcional a ser utilizada no desenvolvimento deste trabalho.

---

<sup>19</sup> Citado por FOSTER, George. *Financial statement analysis*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1986, p.579-580.

## 5- O MODELO DINÂMICO DE GESTÃO FINANCEIRA

A partir da experiência francesa em gestão financeira de empresas, Michael Fleuriot, juntamente com Ricardo Kehdy e Georges Blanc, desenvolveu e adaptou, à realidade brasileira, o Modelo Dinâmico de Gestão Financeira de Empresas, também conhecido como *Modelo Fleuriot*, de cujo trabalho resultou a obra *A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras - um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro*, publicada em 1978.

Além de modelo de gestão financeira, BRASIL e BRASIL (1993:4) ressaltam que o referido modelo possui outras aplicações relevantes, tais como: “análise para cadastramento de fornecedores; **análises setoriais por atividade econômica**; consultoria econômico-financeira; diagnóstico de crédito; auditorias” (grifo nosso). No que se refere à sua aplicação em análises setoriais, os referidos autores destacam que essas “permitem levantar o perfil econômico-financeiro de empresas que trabalham no mesmo ramo de atividade e levando em conta determinadas conjunturas”.

Em termos de implementação, o referido modelo pressupõe a mensuração de variáveis características da gestão financeira das empresas. Para isso, faz-se necessário a reclassificação das demonstrações financeiras elaboradas e publicadas pelas empresas, segundo a Lei 6.404/76, para um modelo funcional, cuja preocupação básica consiste em relacionar as diversas contas não somente pela dimensão temporal, como também pelo **relacionamento dessas com o desenvolvimento das atividades operacionais**.



Assim, a partir da reclassificação do balanço legal, NEVES (1989:53) acentua que “o balanço funcional procura ‘fotografar’, em determinada data, as aplicações e recursos **relacionados** com os ciclos financeiros da empresa, qualquer que seja a sua situação jurídica”. Diante disto, pode-se dizer que a **análise do ciclo financeiro** assume papel fundamental no processo de implementação do referido modelo.

Por ciclo financeiro entende-se o decurso de tempo compreendido entre o momento do desembolso, pelo pagamento dos insumos e demais itens necessários ao exercício da atividade produtiva, até o recebimento das vendas a crédito da empresa. Representa, portanto, a parcela de investimentos no giro das operações (clientes, estoques, despesas antecipadas etc) que não é financiada espontaneamente por recursos decorrentes do desenvolvimento do ciclo operacional (fornecedores, contas a pagar etc). Assim sendo, pode-se dizer que um ciclo financeiro **positivo** indica a necessidade de recursos adicionais para o financiamento das atividades operacionais. Por outro lado, quando **negativo**, revela a disponibilidade de fundos para aplicações em outros itens de ativo e/ou passivo, conforme políticas da Administração da empresa.

Dentro desta perspectiva, pode-se dizer ainda que a necessidade de financiamento de capital de giro reside basicamente na falta de uniformidade entre a produção e as vendas (ciclo operacional) de uma empresa o que, por conseqüência, ocasiona uma não sincronização entre seus fluxos de entradas e saídas de recursos. Em função disso, uma empresa sempre precisa manter um nível mínimo de estoques, duplicatas a receber e caixa, independentemente das flutuações sazonais das atividades. Assim, observa-se que normalmente os recursos de terceiros alocados no curto prazo não são adequadamente suficientes para financiar todas as necessidades de investimentos em ativos circulantes.

Desse modo, SMITH (1980) acentua que o ciclo operacional da empresa, definido como o decurso de tempo que vai da compra dos insumos necessários à atividade operacional até o efetivo recebimento de vendas realizadas a crédito, é o conjunto principal de

relacionamentos que forma o núcleo da administração do capital de giro. A FIG. 1 a seguir procura mostrar o inter-relacionamento entre os ciclos operacional e financeiro para os padrões de uma empresa industrial:

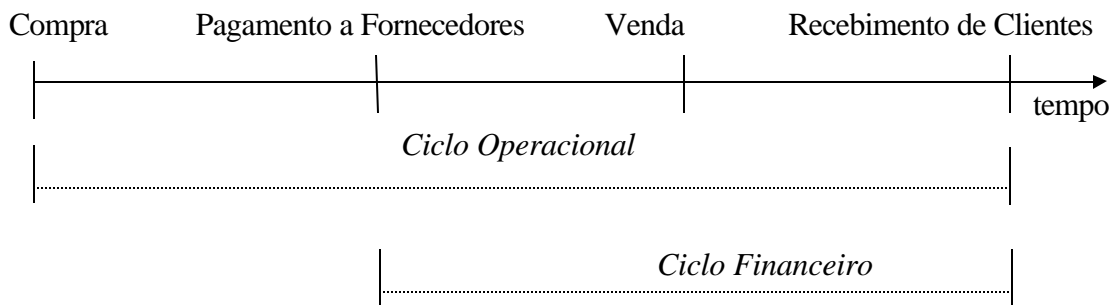


FIGURA 1 - Ciclo operacional e ciclo financeiro positivo

Ao se observar a FIG. 1, pode-se visualizar claramente que a empresa, nessas condições, apresenta **necessidade de recursos** para o financiamento de suas atividades operacionais, uma vez que os créditos espontâneos são suficientes para financiar apenas parte de seu ciclo operacional.

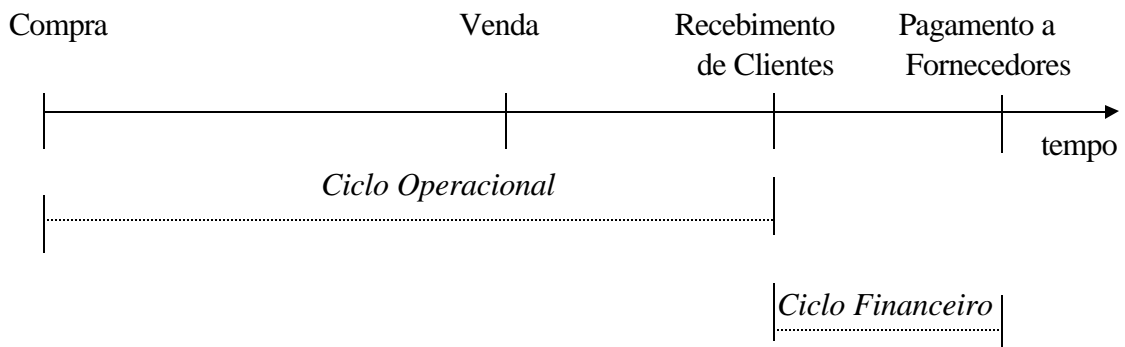


FIGURA 2 - Ciclo operacional e ciclo financeiro negativo

A FIG. 2 evidencia uma situação de ciclo financeiro negativo, onde a empresa dispõe de uma **fonte de recursos** para outras aplicações, conforme políticas de sua Administração. Ou seja, os recursos espontâneos ou automáticos são suficientes para bancar os investimentos referentes ao atual ciclo operacional, bem como ainda o início do ciclo seguinte, segundo a ótica da continuidade. Trata-se de uma situação rara, sendo verificada basicamente em supermercados, empresas de transporte, etc.

Assim sendo, cabe ressaltar que a otimização do ciclo financeiro pode se constituir em alternativa de financiamento para o conjunto das atividades empresariais, mediante **liberação de recursos**. Para isso, faz-se necessário empreender um conjunto de decisões com vistas à redução dos períodos de estocagem e cobrança, bem como o aumento do prazo de pagamento, as quais se constituem nas estratégias básicas de gestão do caixa.

Dentro desta perspectiva, NEVES (1989:53) acentua que o ciclo financeiro é “a resultante financeira das decisões tomadas na empresa aos diferentes níveis: estratégico, operacional e financeiro”, podendo ser classificado em:

a) *Ciclo de investimento*: refere-se ao conjunto de decisões inerentes à definição e/ou adequação da capacidade produtiva da empresa, mediante estabelecimento de adequada estrutura de investimentos em ativos permanentes em função do nível de atividade a ser empreendido.

b) *Ciclo de exploração*: traduz-se no conjunto de decisões relativas à obtenção e alocação de recursos necessários ao desenvolvimento das atividades operacionais, cujos impactos se refletem na demonstração de resultados, em termos de custos e despesas. Ou seja, refere-se às necessidades de recursos em função do nível de atividade empreendido.

c) *Ciclo das operações financeiras*: refere-se ao conjunto de decisões relativas à definição da estrutura de recursos necessária ao financiamento dos investimentos de capital e

do ciclo de exploração. Ou seja, corresponde à definição da estrutura financeira da empresa, compreendendo operações de capital (longo prazo) e operações de tesouraria (curto prazo).

A representação dos referidos ciclos no balanço patrimonial pode ser apresentada como a seguir, mediante conjugação com o princípio do equilíbrio financeiro, segundo o qual os recursos de longo prazo (ou estáveis) devem financiar aplicações estáveis, e que empréstimos de curto prazo devem cobrir aplicações de prazo semelhante.

QUADRO 4 - Os ciclos no balanço patrimonial

<b>APLICAÇÕES</b>	<b>RECURSOS</b>
Ciclo de Investimento:  Aplicações de Investimento ou Ativo Fixo	Operações de Capital:  Recursos Próprios  Recursos Alheios Estáveis
Ciclo de Exploração:  Necessidades Cíclicas  Operações de Tesouraria:  Tesouraria Ativa	Ciclo de Exploração:  Recursos Cíclicos  Operações de Tesouraria:  Tesouraria Passiva

Fonte: Adaptado de NEVES (1989:54)

## ***5.1- RECLASSIFICAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS***

Conforme dito anteriormente, a implementação do *Modelo Fleuriet* pressupõe a reclassificação das demonstrações financeiras elaboradas e divulgadas pelas empresas, segundo padrões fixados pela Lei 6.404/76 e outras regulamentações pertinentes, para um padrão funcional, com vistas à mensuração das variáveis características do *Modelo Fleuriet*. Assim sendo, no item a seguir, são apresentados os aspectos inerentes à reclassificação do balanço patrimonial, bem como à mensuração dessas variáveis.

### 5.1.1- Balanço patrimonial

Conforme visto anteriormente, a reclassificação do balanço patrimonial, nos termos do *Modelo Fleuriet*, deve ser empreendida à luz do inter-relacionamento das diversas contas que o compõem segundo o fator tempo (curto e longo prazos) ao mesmo tempo que em conformidade aos diferentes níveis de decisão empresarial (estratégico, operacional e financeiro). Desse modo, os procedimentos<sup>20</sup> básicos para tal são os seguintes, conforme quadros 5 e 6 abaixo:

QUADRO 5 - Reclassificação do circulante

<b>ATIVO (APLICAÇÕES)</b>	<b>PASSIVO (ORIGENS)</b>
<p><b>Ativo Circulante</b>  <i>Ativo Cíclico (ou Operacional)</i>            Duplicatas a Receber            Adiantamento a Fornecedores            Impostos Produtivos a Recuperar            Estoques            Outras Contas Operacionais  <i>Ativo Errático (ou Financeiro)</i>            Disponibilidades            Aplicações Financeiras            Títulos e Valores Mobiliários            Créditos Contra Empresas Ligadas</p>	<p><b>Passivo Circulante</b>  <i>Passivo Cíclico (ou Operacional)</i>            Duplicatas a Pagar            Salários, Encargos e Impostos Produtivos            Adiantamento de Clientes            Participações de Empregados a Pagar            Outras Contas Operacionais  <i>Passivo Errático (ou Financeiro)</i>            Duplicatas Descontadas            Adiantamento de Câmbio            Empréstimos e Financiamentos Bancários            Dívidas para com Coligadas</p>

<sup>20</sup> Os procedimentos aqui apresentados referem-se aos normalmente utilizados, devendo o analista complementá-los, sempre que necessário, com informações que possam esclarecer a natureza das contas, objeto de reclassificação.

Outras Contas	Outras Contas
---------------	---------------

QUADRO 6 - Reclassificação do permanente

<b>ATIVO (APLICAÇÕES)</b>	<b>PASSIVO (ORIGENS)</b>
<i>Ativo Permanente (ou Não Cíclico)</i> Empréstimos de Longo Prazo de Terceiros Aplicações Financeiras de Longo Prazo Títulos a Receber de Longo Prazo Investimentos Imobilizado Diferido	<i>Passivo Permanente (ou Não Cíclico)</i> Empréstimos Bancários de Longo Prazo Financiamentos de Longo Prazo Resultado de Exercícios Futuros Capital Social Reservas Lucros Acumulados

Como se pode perceber, os ativos e passivos circulantes são divididos em dois subgrupos, a saber: **cíclicos** e **erráticos**, os quais podem ser também denominados de **operacionais** e **financeiros**, respectivamente. Já os demais ativos e passivos são classificados como **permanentes** ou **não cíclicos**. Essa terminologia representa a preocupação do modelo em associar os elementos do ativo e do passivo aos diferentes níveis de decisões empresariais, principalmente no que se refere às decorrentes do ciclo de exploração.

Desse modo, FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978) classificam como *contas cíclicas* as que mantêm relação direta com o exercício da atividade operacional da empresa, na medida em que se renovam periodicamente, de acordo com o ritmo dos negócios. São as contas tipicamente operacionais, decorrentes do ciclo de exploração.

Como *contas permanentes* ou *não-cíclicas*, os referidos autores consideram aquelas que não variam em função do ritmo dos negócios da empresa, sendo o longo prazo o denominador comum de todas essas contas. São as contas de natureza estratégica.

Já as *contas erráticas* são aquelas de curto e curtíssimo prazo, que não guardam relação direta com o processo produtivo, mas sim com decisões tipicamente financeiras (tesouraria).

Diante desta reclassificação é possível mensurar as principais variáveis do modelo funcional e dinâmico do balanço patrimonial, quais sejam: a necessidade de capital de giro (NCG), o capital de giro (CDG) e o saldo de tesouraria (T), as quais se constituem nas variáveis-chaves para a gestão financeira das empresas, conforme evidenciado nos itens a seguir.

### ***5.1.1.1- Necessidade de capital de giro<sup>21</sup>***

O trabalho desenvolvido pela equipe do Prof. Michael Fleuriet, do qual resultou, em 1978, a obra *A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras- um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro*, marcou o início do estudo da necessidade de capital de giro no Brasil.

Posteriormente, outros estudos e trabalhos foram desenvolvidos sempre com o objetivo de melhor interpretar e adequar o conceito de necessidade de capital de giro (NCG) como uma variável de gestão financeira das empresas. Dentre esses estudos, destacam-se os seguintes :

a) MATARAZZO (1985), em cuja abordagem considera a NCG como um elemento-chave para as estratégias empresariais, constituindo-se num conjunto de itens de financiamento que podem ser capitais próprios e/ou capital de terceiros. Ou seja, a NCG é exatamente aquilo que o financiamento operacional não financia;

b) OLINQUEVITCH e SANTI FILHO (1987) os quais abordam a NCG como a principal determinante da situação financeira das empresas, revelando o nível de recursos necessários para manter o giro dos negócios das empresas;

---

<sup>21</sup> Outras denominações normalmente encontradas na literatura financeira são: Investimento Operacional em Giro (IOG) e *Working Investment*.

c) SILVA<sup>22</sup> (1987), em cuja abordagem considera o investimento operacional em giro (ou NCG) como metodologia de grande utilidade na determinação da saúde financeira de uma empresa e;

d) BRASIL e BRASIL<sup>23</sup> (1991), os quais abordam a NCG como um dos componentes do ativo econômico e que precisa ser administrado para uma adequada gestão financeira da empresa dentro de um contexto dinâmico. É no contexto deste enfoque que o presente trabalho se desenvolve.

Assim sendo, pode-se dizer que o conceito de NCG é considerado pelos autores em finanças como a chave para a análise da situação e gestão financeira das empresas, uma vez que envolve, praticamente toda a estrutura operacional da empresa.

Segundo FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978), a NCG, que corresponde à diferença entre as contas cíclicas do ativo e as contas cíclicas do passivo, mede a defasagem de tempo e valor entre as operações que as contas representam, ou seja, **encontra-se intimamente relacionada ao ciclo financeiro**<sup>24</sup>. Além disso, os referidos autores destacam as seguintes observações para melhor entendimento do conceito da referida variável:

a) Trata-se de uma variável diferente do capital de giro líquido, definido no sentido financeiro clássico.

b) É um conceito de ordem econômico-financeira e não uma definição legal.

c) É uma variável sensível às modificações que ocorrem no ambiente econômico em que a empresa atua, dependendo basicamente, da natureza e do nível de atividades

---

<sup>22</sup> SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. São Paulo: Atlas, 1987.

<sup>23</sup> BRASIL, Haroldo Vinagre, BRASIL, Haroldo Guimarães. *Gestão financeira das empresas- um modelo dinâmico*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1991.

<sup>24</sup> A relação (NCG/Vendas) x 365 dias expressa o ciclo financeiro em dias de vendas.



empreendido. A natureza dos negócios da empresa determina seu ciclo financeiro, enquanto o nível de atividade é função das vendas. Assim, a NCG é uma variável que guarda proporcionalidade ao ciclo financeiro e ao volume de vendas praticado.

d) As contas cíclicas do ativo e passivo que constituem a necessidade de capital de giro são contas ligadas ao ciclo de exploração da empresa.

e) Pode ser negativa, refletindo que no ciclo financeiro as saídas de caixa ocorrem depois das entradas de caixa. É o caso do ciclo financeiro negativo.

f) No caso de interrupção das operações, a necessidade de capital de giro, que representava uma aplicação de fundos, passará a constituir uma fonte de fundos que poderá, por exemplo, ser utilizada pela empresa para pagamento a credores e acionistas.

Em termos de mensuração, a necessidade de capital de giro pode ser obtida a partir da estrutura básica apresentada no quadro sete (7) a seguir.

#### QUADRO 7 - Apuração da NCG

<b>APURAÇÃO DA NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO</b>
+ Clientes (menos a provisão para Devedores Duvidosos)
+ Estoques
+ Adiantamento a Fornecedores
+ Impostos Produtivos a Recuperar
+ Gastos Antecipados
- Fornecedores e Representantes
- Adiantamento de Clientes
- Participações de Empregados a Pagar
- Salários, Encargos Sociais
- Tributos a Recolher
<b>= NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (NCG)</b>

Uma vez mensurada, as situações básicas que ocorrem numa empresa, com relação à NCG podem ser assim resumidas:

a) **NCG positiva:** ocorre quando o ativo cíclico (ou aplicações de capital de giro) é maior do que o passivo cíclico (ou fontes de capital de giro). Neste caso, a empresa apresenta uma demanda de recursos para o giro dos negócios, o que poderá ser financiado com recursos próprios e/ou recursos de terceiros de curto e de longo prazos.

b) **NCG negativa:** ocorre quando o ativo cíclico é menor do que o passivo cíclico. Neste caso a empresa não apresenta demanda de recursos para o giro dos negócios mas, pelo contrário, dispõe de fontes para financiar outras aplicações, em conformidade às políticas de sua Administração.

c) **NCG nula:** ocorre quando o ativo cíclico é igual ao passivo cíclico. Neste caso a empresa não tem necessidade de financiamento para o giro dos negócios, financiando-o apenas com contas cíclicas.

### ***5.1.1.2- Capital de giro***

A variável capital de giro (CDG) é obtida pela diferença entre as contas permanentes do passivo e as contas permanentes do ativo (igual ao modelo tradicional), ou seja, as contas não cíclicas e que, em geral, renovam-se na data de seu vencimento. A maior parte desses fundos permanentes destina-se, sob a ótica do equilíbrio financeiro, ao financiamento das aplicações permanentes enquanto apenas uma parte é utilizada para o financiamento da necessidade de capital de giro.

FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978) evidenciam que algumas informações adicionais são importantes no sentido de melhor esclarecer o conceito de capital de giro:

a) O capital de giro possui o mesmo valor que o capital de giro líquido, definido no sentido financeiro clássico como a diferença entre o ativo e o passivo circulantes, sendo apenas o cálculo realizado de maneira diferente. Na definição clássica, o capital de giro líquido representa uma **aplicação de fundos**, enquanto, na definição apresentada, o capital de giro representa uma **fonte de fundos**.

b) O capital de giro é um conceito econômico-financeiro e não uma definição legal, representando uma fonte de fundos permanente utilizada para financiar a necessidade de capital de giro da empresa.

c) O capital de giro apresenta-se razoavelmente estável ao longo do tempo. Diminui quando da realização de novos investimentos em bens do ativo permanente (aumento do ativo permanente). Aumenta por autofinanciamento, empréstimos a longo prazo e aumentos de capital em dinheiro (aumento do passivo permanente).

d) O capital de giro pode ser negativo. Neste caso o ativo permanente é maior que o passivo permanente, significando que a empresa financia parte de seu ativo permanente com

fundos de curto prazo. Embora esta condição aumente o risco de insolvência, a empresa poderá se desenvolver, desde que sua necessidade de capital de giro seja, também, negativa.

Sua sistemática de apuração pode ser assim esquematizada:

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

Com relação ao seu valor, cabe destacar que as situações básicas que ocorrem numa empresa, com relação ao CDG podem ser assim sumariadas como a seguir, conforme FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978):

a) **CDG positivo:** neste caso as fontes permanentes superam as aplicações permanentes, indicando a utilização de recursos estáveis (de longo prazo) no financiamento da NCG, ou seja, o CDG representa uma fonte de fundos permanentes para financiar as operações da empresa.

b) **CDG negativo:** ocorre quando as aplicações permanentes superam as fontes permanentes, evidenciando, assim, a utilização de recursos de curto prazo no financiamento de ativos de pouca liquidez (de longo prazo). Neste caso o CDG se transforma em aplicação de fundos, ou seja, ativos permanentes estão sendo financiados por recursos de curto prazo, o que pode acarretar problemas de insolvência.

c) **CDG nulo:** ocorre quando as aplicações permanentes se igualam às fontes permanentes, indicando que os recursos de curto prazo estão financiando as flutuações da NCG.

### ***5.1.1.3- Saldo de tesouraria***

A variável saldo de tesouraria é mensurada a partir do confronto entre as contas erráticas, ou financeiras, do ativo e do passivo, podendo também ser obtida pela diferença entre o capital de giro e a necessidade de capital de giro. Ou seja:

Ativo Circulante	=	Ativo Cíclico	+	Ativo Errático
(-) Passivo Circulante	=	Passivo Cíclico	+	Passivo Errático
= Capital de Giro	=	NCG	+	T

Desse modo, o saldo de tesouraria resulta da diferença entre as tesourarias ativa (ativo errático) e passiva (passivo errático), identificadas no balanço funcional. Segundo NEVES (1989), a tesouraria ativa resulta de decisões sobre rubricas do ativo, independentemente do ciclo de exploração da empresa. Já a tesouraria passiva é resultante de decisões de financiamento de curto prazo, também independentemente do ciclo de exploração. Enfim, trata-se de uma variável decorrente de decisões financeiras.

Sua mensuração pode ser realizada basicamente da seguinte maneira, conforme quadro 8 abaixo:

QUADRO 8 - Apuração do saldo de tesouraria

<b>APURAÇÃO DO SALDO DE TESOURARIA</b>
Caixa e Bancos
+ Aplicações Financeiras
+ Tributos a Recuperar
+ Outras Contas a Receber
+ Adiantamento a Terceiros
- Instituições Financeiras
- Duplicatas e Cambiais Descontadas
- Provisões (férias, 13º salário e encargos sociais)
- Contas a Pagar a Associados
- Provisão para Imposto de Renda
- Outras Contas a Pagar
<b>= SALDO DE TESOURARIA (T)</b>

Uma vez mensurada, as seguintes situações podem ser encontradas, segundo FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978):

a) **Saldo de Tesouraria positivo:** ocorre quando o ativo errático é superior ao passivo errático. Neste caso a empresa tem aplicações de recursos no curto prazo. Indica que recursos de longo prazo (próprios ou de terceiros) dão cobertura às necessidades de recursos para o giro dos negócios e ainda permitem aplicações no mercado financeiro ou simplesmente a sua manutenção em caixa. Pode evidenciar ainda uma situação financeira folgada, em função das aplicações em ativos financeiros.

Cabe ressaltar, entretanto, que a existência de um saldo de tesouraria positivo e elevado pode significar também o fato de a empresa não estar aproveitando adequadamente as oportunidades de investimento propiciadas por sua estrutura financeira. Neste caso “o saldo de tesouraria *engorda* por falta de uma estratégia dinâmica de investimentos, como bem acentuam FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978:21).

b) **Saldo de Tesouraria negativo:** ocorre quando o ativo errático é menor do que o passivo errático. Neste caso a empresa tem fontes de recursos de curto prazo financiando suas atividades, o que revela a insuficiência de recursos de longo prazo (próprios ou de terceiros) e a tomada de empréstimos de curto prazo para cobrir a NCG, evidenciando uma situação de risco de insolvência mais elevado.

Dentro desta perspectiva, FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978:45) chamam a atenção para uma importante atividade a ser desempenhada pela gestão financeira de uma empresa, qual seja a de “acompanhar a evolução do saldo de tesouraria, a fim de evitar que permaneça constantemente negativo e crescente.” Quando a necessidade de capital de giro cresce mais que proporcionalmente às fontes de capital de giro, tem-se a ocorrência do chamado **efeito tesoura** (desequilíbrio financeiro).

Com relação ao “efeito tesoura”, podem ser identificadas as seguintes condições básicas para sua ocorrência, conforme BRASIL e BRASIL (1993):

- a) expansão exagerada do nível de atividades, culminando em um volume de vendas superior à capacidade disponível de recursos (*overtrading*<sup>25</sup>);
- b) endividamento de perfil de retorno inadequado;
- c) excesso de imobilização;
- d) geração de prejuízo em diversos períodos;
- e) distribuição excessiva de dividendos;
- f) expansão do ciclo financeiro superior à do autofinanciamento;
- g) elevadas taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro.

#### ***5.1.1.4- Considerações acerca do balanço funcional***

Como todo modelo que se preze, o *Modelo Fleuriet* apresenta algumas dificuldades inerentes basicamente aos procedimentos de reclassificação do balanço legal para fins de mensuração de suas variáveis características, os quais são pautados no ciclo financeiro e no princípio do equilíbrio financeiro. A esse respeito, NEVES (1989:60) procede, com propriedade, às seguintes observações:

*“- é extremamente difícil reclassificar as rubricas do balanço em função do ciclo respectivo;  
- a obrigatoriedade de relação entre recursos e aplicações vem contrariar o princípio de que ‘o dinheiro não tem olhos’, pois o conjunto dos recursos financia o conjunto das aplicações;  
- é extremamente difícil a classificação de recurso estável, pois alguns empréstimos de curto prazo podem ser estáveis se regularmente renovados.”*

Já prevendo dificuldades na reclassificação das contas segundo o ciclo respectivo, BRASIL e FLEURIET (1979:152) afirmam que a “classificação das contas no modelo integrado deve ser feita pelo seu conteúdo e não pelo seu nome.” Assim, só o auditor interno tem condições para empreender uma classificação 100% correta, uma vez que dispõe das informações necessárias à elucidação do conteúdo das contas.

---

<sup>25</sup> O conceito de *overtrading* refere-se a uma acentuada expansão no volume de atividade de uma empresa sem a devida disponibilização de recursos para financiar as necessidades adicionais de giro.

Desse modo, pode-se perceber que a qualidade das informações fornecidas pelo referido modelo, através de suas diferentes variáveis, encontra-se diretamente relacionada à qualidade da reclassificação das contas das demonstrações segundo os procedimentos preconizados para tal. Fato este que depende ainda da qualidade do sistema de informações contábeis, bem como do bom senso do analista quando no exercício da atividade de reclassificação.

### 5.1.2- Demonstração do resultado do exercício

A reclassificação da demonstração do resultado do exercício tem por objetivo definir os diferentes níveis de lucros gerados pela empresa, quais sejam o lucro operacional bruto, a capacidade de autofinanciamento e o autofinanciamento, com vistas à identificação e análise do potencial de geração de recursos próprios para o financiamento dos investimentos.

Dentro desta perspectiva, o modelo básico de reclassificação da DRE é apresentado no quadro 9 a seguir, conforme BRASIL e BRASIL (1993):

QUADRO 9 - Reclassificação da DRE

<b>RECLASSIFICAÇÃO DA DRE</b>
Receita Líquida de Vendas - Custo dos (as) (Produtos), (Mercadorias) ou (Serviços) Vendidos (as)- afetados da depreciação - Despesas Administrativas - Despesas de Vendas + Depreciações = <b>LUCRO BRUTO OPERACIONAL- 1º Nível</b> - Despesas Financeiras Líquidas - /+ Resultado da Correção Monetária +/- Receitas e Despesas não-operacionais - Imposto de Renda do Exercício = <b>CAPACIDADE DE AUTOFINANCIAMENTO- 2º Nível</b> - Dividendos Distribuídos no Exercício = <b>AUTOFINANCIAMENTO- 3º Nível</b>



O primeiro nível de lucros refere-se à produtividade da atividade principal desenvolvida por uma empresa. Segundo FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978:29), o fato de o lucro bruto operacional vir classificado antes das despesas financeiras “é uma grandeza ao mesmo tempo econômica e financeira de uma importância essencial. É assim, notadamente:

- *que permite uma comparação particularmente válida da política industrial e comercial do negócio em relação à de firmas similares;*
- *que constitui para a empresa o recurso fundamental obtido de sua atividade de base, com o qual deverá se esforçar para fazer face:*
  - *à remuneração dos capitais próprios (dividendos) e de terceiros (despesas financeiras);*
  - *ao reembolso dos empréstimos contratados;*
  - *ao pagamento do imposto de renda;*
  - *à manutenção e ao crescimento de seu real potencial.”*

Já os outros dois níveis referem-se às atividades de distribuição ou repartição do lucro operacional entre os principais parceiros da atividade empresarial, quais sejam o governo, os banqueiros e os acionistas. Ou seja, “definem-se, assim, os vários níveis de mais-valia”, como bem acentuam (BRASIL e BRASIL, 1993:10).

Uma vez liquidadas as operações de repartição (terceiros, governo e acionistas), o saldo remanescente, mantido pela empresa, constitui-se no seu autofinanciamento. “O autofinanciamento representa assim, o montante de recursos gerados pela empresa e que são conservados para seu financiamento interno” (FLEURIET, KEHDY e BLANC, 1978:31). Ou seja:

$$\text{Autofinanciamento} = \text{Lucro Retido} + \text{Depreciações e Amortizações}$$

Para BRASIL e BRASIL (1993:11), esse mesmo “autofinanciamento é a principal fonte de crescimento do Capital de Giro (CDG), ao ser incorporado ao Patrimônio Líquido” da empresa.

### 5.1.3- Outras demonstrações

No que se refere às demonstrações de origens e aplicações de recursos (DOAR) e mutações do patrimônio líquido (DMPL) e à utilização das mesmas, como instrumental de análise do modelo de gestão financeira, cabe destacar que, segundo BRASIL e BRASIL (1993), essas demonstrações não requerem reclassificação, conquanto já estão diretamente relacionadas às variações dos componentes do capital de giro (CDG), além de se tratarem de demonstrações especializadas que lidam tão somente com **contas estratégicas** (de longo prazo).

## 6- ANÁLISE FINANCEIRA MODERNA OU FUNCIONAL<sup>26</sup>

Segundo NEVES (1989:120), a **análise financeira moderna** ou **funcional** considera o equilíbrio financeiro baseado “nos ciclos financeiros e nas necessidades de recursos e aplicações nesses ciclos de decisão”. Recorre, para isso, às variáveis características do modelo dinâmico de gestão financeira de empresas, *Modelo Fleuriet*, a saber: necessidade de capital de giro (NCG), capital de giro (CDG) e saldo de tesouraria (T).

No âmbito desta abordagem, a contabilidade assume um enfoque dinâmico e evidencia, através de suas demonstrações financeiras, a imagem da empresa em termos **operacional, tático e estratégico**, mediante reclassificação das contas sob a ótica da funcionalidade, ou seja, associando as diferentes contas pelo critério tempo, bem como pela relação das mesmas com a atividade operacional, como bem acentuam BRASIL e BRASIL (1993).

Dentro desta perspectiva, SILVA (1995) acentua que a metodologia de análise financeira do IOG ou NCG trabalha com um enfoque mais dinâmico, uma vez que decorre do **volume de vendas** da empresa e dos **prazos de rotação**. Além disto, ressalta que esta “é uma metodologia de análise de relativa simplicidade e de grande utilidade no auxílio da determinação da saúde financeira de uma empresa, fornecendo uma visão sistêmica do impacto das diversas áreas de decisão na empresa e de suas interações” (SILVA, 1995:333).

Diante disto, cabe distinguir os seguintes níveis de decisão, conforme NEVES (1989:131):

“a) A **política geral** da empresa (decisões estratégicas) e os efeitos dessa política sobre a estrutura financeira;

---

<sup>26</sup> Análise financeira pautada no balanço funcional e nas variáveis de gestão financeira de empresas, características do *Modelo Fleuriet*. SILVA (1995) a denomina de Análise Avançada de Empresas.

b) As **políticas operacionais**, e o seu efeito sobre as necessidades de financiamento do ciclo de exploração”. (grifos nossos).

A seguir são apresentados os principais aspectos referentes à aplicação e utilização das variáveis do *Modelo Fleuriet* como instrumento de análise da gestão financeira da empresa.

### **6.1- O CAPITAL DE GIRO FUNCIONAL**

Na abordagem tradicional, o capital de giro assume o papel de expressar a situação de equilíbrio financeiro, pautado na capacidade de solvência da empresa, e sua mensuração é obtida a partir da diferença entre os ativos e passivos circulantes.

Agora, na abordagem moderna ou funcional, o capital de giro assume um conceito mais importante para fins financeiros. Ou seja, o capital de giro aqui refere-se ao saldo dos fluxos acumulados relativos à **política geral e estratégia financeira**, as quais englobam as decisões de financiamento (obtenção de recursos estáveis) e investimento (aplicação dos recursos).

Como recursos estáveis, pode-se identificar o aumento de capital social, os excedentes criados e não distribuídos (autofinanciamento) e os empréstimos a médio e longo prazo, os quais se destinam, normalmente, ao financiamento das aplicações em ativos permanentes. O saldo remanescente desse conjunto de decisões estratégicas corresponde ao capital de giro (CDG), sendo utilizado para bancar os investimentos no giro dos negócios.

Na abordagem funcional o **capital de giro** é utilizado para caracterizar as **fontes de recursos** que financiam a necessidade de capital de giro. Desse modo, a referida variável constitui-se em importante **‘instrumento de avaliação do impacto da estratégia financeira sobre o nível de segurança da empresa’** (grifo nosso), como bem acentua

NEVES (1989:132), além do que à gestão estratégica cabe a coordenação global dos recursos da empresa no financiamento de suas atividades.

Assim sendo, com vistas à manutenção do equilíbrio financeiro, FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978:34) destacam que “a empresa deve assegurar-se de que o aumento do capital de giro seja compatível com o aumento da necessidade de capital de giro, de tal forma que a tesouraria não se torne excessivamente negativa, o que poderá provocar a falência”, uma vez que a empresa entraria em situação de efeito tesoura.

Por fim, cabe destacar ainda que, segundo BRASIL e FLEURIET (1979) a análise financeira de uma empresa, sob a perspectiva funcional, “...não se preocuparia tanto com a **solvência**, mas com a **liquidez**...”, ou seja, analisaria a situação da mesma sob a perspectiva de sua **continuidade** (enfoque dinâmico), identificando seu potencial de geração de fundos, em detrimento da análise estática que considera a empresa como algo em **descontinuidade**, ou seja, como se suas operações estivessem se encerrando no momento da análise.

## ***6.2- A NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO FUNCIONAL***

Conforme visto anteriormente, a necessidade de capital de giro decorre do volume de vendas e das características do setor de atividades no qual a empresa atua, aspectos esses que dimensionam seu ciclo financeiro, cuja medida é expressa pela relação NCG/Vendas. Compreende assim, as contas resultantes das decisões enquadradas no ciclo de exploração, as quais implicam em necessidade de financiamento.

Assim, pode-se dizer que a NCG decorre basicamente das vendas e dos prazos relativos à estocagem, ao financiamento concedido aos clientes e ao financiamento obtido dos fornecedores, resultando basicamente na falta de uniformidade entre as atividades de

produção e vendas (ciclo operacional) de uma empresa o que, por consequência, ocasiona uma não sincronização entre seus fluxos de entradas e saídas de recursos.

Em decorrência dessa falta de sincronização, uma empresa sempre precisa manter um nível mínimo de estoques e duplicatas a receber, independentemente das flutuações sazonais das atividades. Desse modo observa-se que, normalmente, os recursos de terceiros alocados a curto prazo não são adequadamente suficientes para financiar todas as necessidades de investimentos em ativos cíclicos, ou seja, as necessidades de capital de giro **permanentes** (ou fixas) e as **variáveis** (ou sazonais).

A necessidade de capital de giro permanente corresponde à parcela definida como mínima pela empresa para a manutenção de sua atividade principal, compreendendo basicamente a parcela típica de vendas a prazo e o volume mínimo de estoques, ou seja, são as que resultam da atividade normal da empresa.

Já a necessidade de capital de giro variável é aquela determinada pelas variações temporárias que ocorrem normalmente nos negócios da empresa, tais como sazonalidade das vendas, alterações no ciclo econômico, atrasos eventuais no recebimento de vendas a prazo, antecipações de compras de estoques etc, as quais contribuem para a elevação temporária dos investimentos permanentes no ativo cíclico.

Diante disto, NEVES (1989) destaca que os principais aspectos direcionadores da necessidade de capital de giro decorrem basicamente do setor em que a empresa desenvolve suas atividades; das características do meio ambiente econômico; das práticas de gestão do negócio; da tecnologia utilizada; do volume de negócios empreendido e da gestão global ao nível do ciclo de exploração.

A classificação da necessidade de capital de giro em termos de permanente e variável é considerada como fundamental para a descrição das abordagens de seu financiamento, bem como para a identificação e demonstração de como a empresa está sendo financiada para manter seu equilíbrio financeiro, sob a ótica do dilema risco-retorno.

A esse respeito, ASSAF NETO e SILVA (1995) destacam que a posição teórica de equilíbrio financeiro prescreve que o ativo permanente e a necessidade de capital de giro permanente sejam financiados por recursos de longo prazo, e que a necessidade de capital de giro tipicamente variável seja financiada por recursos de curto prazo.

Diante do exposto, cabe ressaltar que, segundo NEVES (1989:135), as necessidades de capital de giro são “**um meio de avaliação financeira dos esforços da gestão operacional**” (grifo nosso), uma vez que decorre de um conjunto de decisões de investimento e financiamento resultantes do ciclo de exploração.

### **6.3- O SALDO DE TESOURARIA**

Segundo BRASIL e FLEURIET (1979:26), “a tesouraria é o barômetro financeiro da empresa por representar o saldo das aplicações e das fontes de curto prazo.”

Dentro desta perspectiva, BERTONÉCHE e VIALLET<sup>27</sup>, citados por NEVES (1989) destacam que a tesouraria líquida fornece uma informação sobre a situação de liquidez da empresa, “muito mais significativa do que os indicadores tradicionais do disponível”.

Além disto, NEVES (1989) ressalta que o saldo de tesouraria evidencia que o equilíbrio financeiro é o resultado da **política estratégica** (CDG) e da **política de gestão operacional** (NCG).

A sua mensuração, obtida pela diferença entre o capital de giro e a necessidade de capital de giro ( $T = CDG - NCG$ ), quantifica e caracteriza de uma forma bastante rigorosa a definição do equilíbrio financeiro, qual seja, o de que “investimentos permanentes devem ser

---

<sup>27</sup> BERTONÉCHE e VIALLET. *Une nouvelle approche de l'analyse financière*. Insead/Cedep, 1982, p.9.

financiados por fontes permanentes e investimentos temporários por fontes temporárias”, como bem destaca PETTY<sup>28</sup>, citado por NEVES (1989).

Desse modo, de acordo com a análise financeira funcional, **existe equilíbrio financeiro se o capital de giro (CDG) é suficiente para financiar a NCG e que, portanto, o saldo de tesouraria seja positivo.**

Assim sendo, pode-se dizer que o saldo de tesouraria constitui-se na variável sinalizadora dos aspectos de gestão financeira da empresa, mediante integração dos aspectos decorrentes de decisões estratégicas (CDG), bem como das referentes ao ciclo de exploração (NCG). A esse respeito, cabe destacar que, segundo MARQUES e BRAGA (1995:55), o saldo de tesouraria possibilita avaliar o “**grau de adequação da política financeira** empregada pela administração” (grifo nosso). Apresenta-se, a seguir, um inter-relacionamento entre as variáveis de gestão financeira de empresas descritas anteriormente.

#### **6.4- AS VARIÁVEIS E OS TIPOS DE BALANÇOS**

Considerando os diferentes níveis de gestão da atividade empresarial e as variáveis características do *Modelo Fleuriet* (NCG, CDG e T), pode-se, segundo NEVES (1989), sintetizar o seguinte inter-relacionamento entre o balanço funcional e os níveis de gestão:

---

<sup>28</sup> PETTY et al. *Basic financial management*. 2.ed. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1980, p.125.



QUADRO 10 - Balanço funcional e níveis de gestão

<b>Balanço</b> <b>Funcional</b>	<b>CDG</b>	<b>NCG</b>	<b>T</b>
<b>Níveis de Gestão</b>			
Estratégica	Decisão e coordenação	Coordenação	Coordenação
Operacional	Conselho e execução	Decisão e execução	-
Financeira	Conselho e execução	Conselho	Decisão e execução

Fonte: Adaptado de NEVES (1989:137)

Como se pode verificar no quadro acima, a variável capital de giro reporta-se ao âmbito das decisões estratégicas, as quais envolvem a coordenação global dos recursos da empresa, compreendendo as decisões inerentes a investimentos e financiamentos a médio e longo prazo.

A variável NCG refere-se ao conjunto de decisões operacionais, ou seja, as que dizem respeito especificamente aos investimentos e financiamentos decorrentes do ciclo de exploração e do nível de atividade empreendido.

Já a variável tesouraria que, em sua essência, envolve o dia-a-dia da empresa, reporta-se ao âmbito das decisões financeiras, as quais se referem ao gerenciamento das disponibilidades e obtenção de recursos de curto prazo.

No que se refere aos tipos de balanços resultantes da combinação dessas variáveis, pode-se identificar as seguintes estruturas típicas, conforme FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978) e BRASIL e BRASIL (1993):

a) *CDG positivo, NCG positiva e T negativo.* Neste caso a empresa apresenta insuficiência de fundos de longo prazo para o financiamento de suas necessidades de capital de giro, utilizando-se, assim, de créditos de curto prazo ( $T < 0$ ), o que se evidencia pela relação  $T/NCG$ . Tal estrutura revela uma empresa em desequilíbrio financeiro, apesar de possuir capital de giro positivo.

NCG	T  CDG
-----	--------------

b) *NCG positiva, CDG positivo e T positivo.* Este tipo de estrutura revela uma situação financeira sólida, uma vez que a empresa dispõe de um saldo de tesouraria positivo que lhe permite enfrentar aumentos temporários da necessidade de capital de giro. Ou seja, o capital de giro é suficiente para bancar as necessidades de capital de giro e ainda proporcionar aplicações em ativos financeiros, facultando, assim, relativa liquidez à empresa.

T  NCG	CDG
--------------	-----

c) *CDG negativo, NCG positiva e T negativo.* Retrata a situação de uma empresa que luta por sua sobrevivência. Trata-se de uma situação financeiramente delicada, uma vez que os capitais estáveis são insuficientes para bancar os investimentos em ativos permanentes. É uma situação de elevado risco financeiro, já que a empresa se utiliza de recursos de curto prazo (T) para financiar aplicações de longo prazo de maturação.

NCG	
-----	--

CDG	T
-----	---

d) *CDG positivo, NCG negativa e T positivo*. Refere-se a uma situação de menor frequência na prática, sendo específica de atividades como supermercados e empresas de transporte, que compram a prazo e vendem à vista, permitindo, assim, a ocorrência de ciclo financeiro negativo.

T	NCG  CDG
---	----------------

Por fim, cabe destacar que, a partir do confronto entre as variáveis CDG, NCG e T e sob a perspectiva de que as mesmas determinam a estrutura financeira da empresa em determinado período, bem como da tendência assumida para um horizonte de tempo mais dilatado, BRAGA (1991) identificou as seguintes situações possíveis:

QUADRO 11 - Tipos de estrutura e situação financeira prevista

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

**Notas:** Indicativo de valor positivo (+) ou negativo (-).  
Montantes nulos são considerados apenas teóricos.  
Adaptado de BRAGA (1991).

## **7- ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO**

As abordagens quanto ao financiamento das atividades empresariais são variadas, e cada qual apresenta uma adequação satisfatória entre as fontes e as aplicações de recursos pelas empresas, com vistas à obtenção de uma situação de equilíbrio financeiro.

Sob a concepção da análise tradicional, o equilíbrio financeiro é pautado no capital circulante líquido (CCL), o qual, quando positivo, demonstra estar a empresa equilibrada financeiramente e, quando negativo, evidencia uma “inadequação financeira” (situação de desequilíbrio), resultante da utilização de recursos de curto prazo no financiamento de investimentos permanentes.

Pela ótica da análise moderna ou funcional, a noção de equilíbrio financeiro fundamenta-se basicamente no saldo de tesouraria (T). Assim, quando esse for positivo, pode-se dizer que a empresa encontra-se em situação de equilíbrio financeiro e, quando negativo, em situação de desequilíbrio financeiro.

Na verdade, como se pode perceber, o equilíbrio financeiro é abordado, de maneira semelhante e “simplista”, por ambas as análises, diferenciando-se basicamente na variável utilizada para sua evidenciação.

A esse respeito, cabe destacar o posicionamento de NEVES (1989:144), segundo o qual para que a análise funcional seja um adequado instrumento de avaliação da situação financeira de uma empresa, torna-se necessário considerar os seguintes aspectos adicionais:

*“a) O princípio do equilíbrio financeiro não se verifica com uma tesouraria líquida positiva, mas, pelo contrário, com uma tesouraria líquida negativa ou nula.*

*b) A **estratégia de financiamento** não deve ter em vista o cumprimento do princípio do equilíbrio financeiro mas assumir-se de acordo com a estratégia da empresa e os objetivos globais que se pretendam atingir.”(grifo nosso).*

Com isso, o referido autor pretende, num primeiro momento, chamar a atenção para o fato de que um saldo de tesouraria positivo pode revelar a existência de recursos ociosos no curto prazo, os quais se referem à parte dos recursos de longo prazo que foram disponibilizados pela empresa. Já um saldo de tesouraria negativo ou nulo demonstra, normalmente, a utilização de recursos de curto prazo para fazer face às variações do nível de atividade (NCG), o que é adequado sob a ótica do equilíbrio financeiro. Entretanto, pode também refletir uma situação de desequilíbrio financeiro quando estiver sendo utilizado para bancar investimentos em ativos permanentes (CDG negativo).

Da mesma forma, é bastante pertinente a observação do referido autor quanto à adequação da estratégia de financiamento à estratégia global do empreendimento, uma vez que aquela envolve toda a empresa para a implementação de suas ações com vistas ao atingimento dos objetivos estabelecidos pela Administração.

Além dos aspectos inerentes ao equilíbrio financeiro, a identificação de estratégias de financiamento requer, ainda, a consideração acerca do *trade-off* entre risco e retorno, o qual se constitui, juntamente com outros aspectos de ordem conjuntural e da própria gestão da empresa, nos principais direcionadores das decisões inerentes ao financiamento da atividade empresarial.

## ***7.1- IMPLICAÇÕES DE RISCO E RETORNO***

Diante de condições ideais ao exercício da atividade empresarial, com possibilidade de obter previsões seguras acerca das variáveis envolvidas, uma empresa poderia manter “exatamente” a quantidade planejada de disponível para fazer face aos pagamentos no momento próprio, podendo também manter “exatamente” a quantidade de estoques exigida para atender à demanda, além do que poderia manter o nível dos recebíveis em um patamar

condizente a uma política ótima de crédito, bem como não manter aplicações de mercado de curto prazo, a menos que suas taxas de retorno fossem maiores do que o custo do capital. Entretanto, diante da incerteza e risco associados ao exercício da atividade empresarial, urge a necessidade de desenvolvimento e implementação de estratégias envolvendo aspectos de investimento e financiamento em relação a tais itens.

A esse respeito, WALKER<sup>29</sup>, citado por SMITH (1980), aponta duas categorias de risco que devem ser consideradas, quais sejam o **risco operacional** e o **risco financeiro**.

O risco operacional ou do negócio é aquele que, dependendo do tipo de atividade desenvolvida pela empresa, envolve considerações de ordem mercadológica e do contexto de concorrência acirrada, aspectos esses determinantes da quantidade de recursos necessária à manutenção do giro das atividades. Assim, pode-se dizer que, quanto maiores os ciclos operacional e financeiro, maior é o risco do negócio associado, uma vez que se amplia a probabilidade de a empresa não conseguir cobrir os gastos decorrentes.

Já o risco financeiro é inerente à fonte de capital, ou seja, é aquele que se refere ao tipo de capital a ser utilizado para a composição da estrutura financeira, incorporando incertezas e a probabilidade de atendimento às suas necessidades operacionais, com vistas a determinar assim o *mix* adequado de capital próprio e de terceiros a utilizar. Desse modo, quanto maior a utilização de capitais de terceiros, maior é o risco financeiro envolvido, pois a empresa incorre em maior volume de encargos financeiros e, daí, maior a probabilidade de não conseguir cobri-los.

Além destes aspectos, cabe ressaltar que o *trade-off* entre risco e retorno pode ser definido à luz dos seguintes pressupostos básicos, conforme GITMAN (1987):

a) empresa tipo industrial;

b) maior capacidade de geração de lucros a partir de investimentos no ativo permanente;

c) os recursos de curto prazo são menos onerosos do que os de longo prazo.

Com relação ao item *c* anterior, cabe ressaltar que o referido comportamento dos custos dos recursos refere-se a padrões característicos de uma economia estável. Assim sendo, segundo ASSAF NETO e SILVA (1995:66), em termos de consistência econômica, os recursos de longo prazo “...são estruturalmente mais onerosos ao tomador que os de curto prazo, em razão, fundamentalmente, de menor capacidade de previsão, por parte do emprestador [...], e do maior risco proveniente das flutuações da taxa de juros.”

Entretanto, no caso específico do Brasil, pode-se dizer que tal comportamento não se verifica, na maioria das vezes, devido aos aspectos macroeconômicos característicos da economia nacional. Dentre esses aspectos, MARTINS e ASSAF NETO (1985) destacam a escassez de recursos, o subsídio ao crédito de longo prazo e a reciprocidade exigida pelos bancos em suas operações de curto prazo. A estes, associa-se ainda o fato de a taxa de juros ser utilizada como instrumento de política monetária.

À luz destes pressupostos básicos, estabelecidos pela teoria financeira, pode-se dizer que a administração financeira de uma empresa aumenta o lucro à medida que reduz a capacidade de solvência (liquidez), conforme considerações a seguir.

No que se refere à estrutura de ativos, quanto maior a proporção de ativos de curto prazo em relação aos ativos totais, menor a expectativa de retorno da empresa, bem como menor é o risco de insolvência técnica, ou seja, de a mesma não conseguir saldar suas dívidas no vencimento. Por outro lado, quanto menor a proporção de investimentos em ativos de curto prazo, maior a expectativa de retorno e maior o risco de insolvência técnica.

---

<sup>29</sup> WALKER, E.W. *Toward a theory of working capital*. Reading, 2, p.23-33.

Já no tocante à estrutura de passivos, quanto maior a proporção de passivos de curto prazo utilizada no financiamento dos ativos, maior o risco de insolvência técnica, bem como maior a expectativa de retorno. Por outro lado, quanto menor a proporção de passivos de curto prazo no financiamento dos ativos, menor o risco de insolvência e menor a expectativa de retorno.

Assim sendo, as estratégias de financiamento das empresas, à luz do equilíbrio financeiro e da dualidade risco-retorno, podem ser identificadas como no item a seguir.

## ***7.2- ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO<sup>30</sup>***

Antes de iniciar a identificação e discussão das estratégias de financiamento dos investimentos necessários à implementação das atividades empresariais, faz-se necessária uma sistematização e caracterização do conjunto de variáveis a ser utilizado para tal fim.

As variáveis utilizadas são as representativas do modelo dinâmico de gestão financeira de empresas (*Modelo Fleuriet*), conforme a estrutura do balanço funcional apresentada abaixo:

NCG	T
AP	ELP
	PL

Ao conjunto de investimentos necessários ao desenvolvimento das atividades operacionais de uma empresa, representado pelas variáveis necessidade de capital de giro (NCG) e ativo permanente (AP), denomina-se **ativo econômico** (AE). Quanto à natureza



desses investimentos, cabe ressaltar que a NCG pode ser classificada em permanente e variável, referindo-se aos investimentos mínimos necessários, bem como àqueles que decorrem de variações no nível de vendas e/ou no ciclo financeiro. Já os ativos permanentes, como o próprio nome diz, referem-se a investimentos de natureza nitidamente de longo prazo de maturação.

Na perspectiva do equilíbrio financeiro, os investimentos em NCG permanente e ativo permanente devem ser financiados por passivos de igual prazo de maturação, ou seja, de longo prazo, ou pelos chamados recursos estáveis, quais sejam o exigível de longo prazo (ELP) e o patrimônio líquido (PL). Já a NCG variável pode ser adequadamente financiada por passivos de curto prazo (tesouraria passiva).

A seguir apresenta-se uma situação característica do comportamento e equilíbrio no financiamento dos ativos de uma empresa à luz das variáveis supramencionadas.

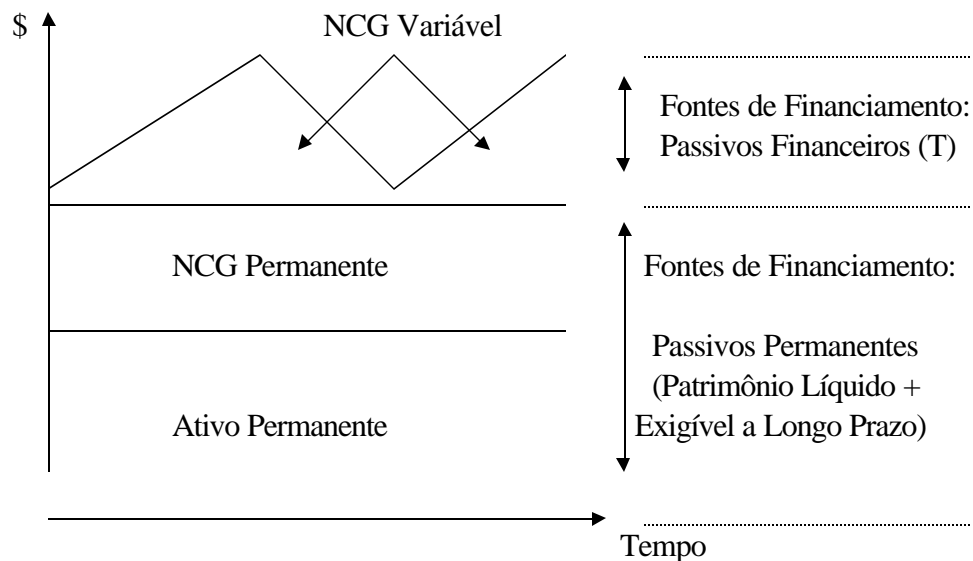


FIGURA 3 - Flutuações e financiamento dos ativos

Fonte: Adaptada de ASSAF NETO e SILVA (1995:62)

<sup>30</sup> A elaboração do referido item pautou-se basicamente em NEVES (1989) e ASSAF NETO e SILVA (1995).

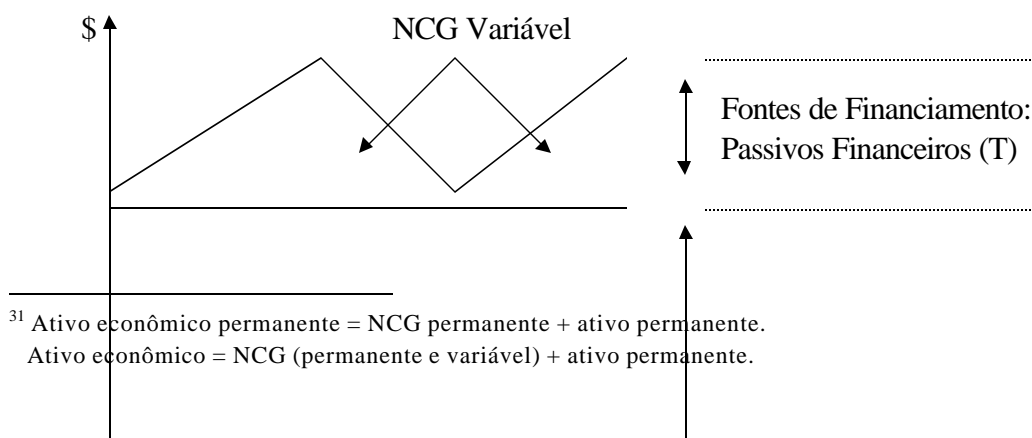
A partir desta estrutura básica de equilíbrio financeiro, são identificadas e caracterizadas, no item a seguir, as estratégias de financiamento normalmente utilizadas pelas empresas.

### 7.2.1- Estratégia ortodoxa

Segundo NEVES (1989:146) a estratégia ortodoxa considera “o princípio tradicional de que o ativo econômico de caráter permanente<sup>31</sup> deve ser financiado pelos capitais permanentes, enquanto os ativos temporários devem ser financiados com capitais de curto prazo.” Trata-se de uma estratégia que prima pela adequação entre as modalidades de investimento e as alternativas de financiamento. É também conhecida como estratégia do equilíbrio financeiro tradicional.

Diante desta estratégia, o saldo de tesouraria será nulo no momento de baixa do ciclo de exploração, e negativo na fase alta, ou seja, T será menor ou igual a zero.

À luz da perspectiva desta estratégia, NEVES (1989:147) chama a atenção para o fato de que “a exigência de tesouraria líquida positiva, ditada pela análise do balanço funcional, não condiz com o princípio do equilíbrio financeiro.” Ou seja, uma empresa pode estar com saldo de tesouraria negativo e ainda assim estar equilibrada financeiramente, bastando para isso que o balanço funcional esteja refletindo a fase alta da sazonalidade. A estratégia ortodoxa pode ser ilustrada como na figura a seguir.



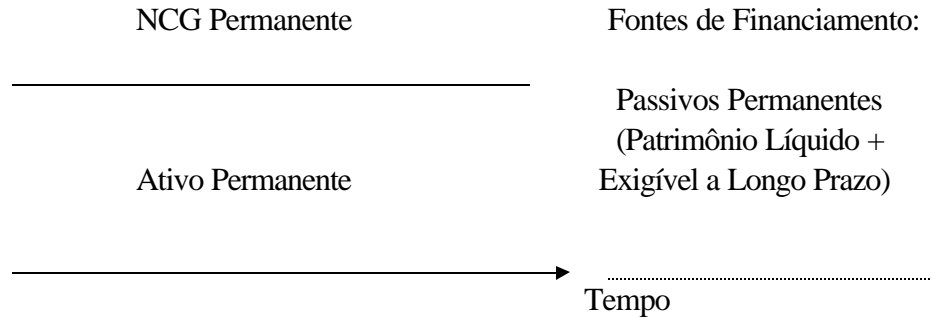


FIGURA 4 - Estrutura financeira ortodoxa

**7.2.2- Estratégia defensiva**

A estratégia financeira defensiva tem por objetivo a minimização do risco, mediante financiamento de parte das necessidades de capital de giro variáveis com capitais permanentes. Assim, no âmbito desta estratégia os capitais permanentes superam o ativo econômico permanente (NCG permanente e AP), resultando, assim, em períodos de *superávit* ( $T > 0$ ), bem como de *déficit* ( $T < 0$ ) de tesouraria.

Desse modo, ao administrador financeiro cabe a tarefa de procurar identificar oportunidades de aplicação para os excessos de tesouraria, bem como minimizar o custo do capital alheio nos períodos de *déficit*, com vistas a maximizar a rentabilidade do empreendimento. A referida estratégia pode ser mais bem visualizada pela figura a seguir.

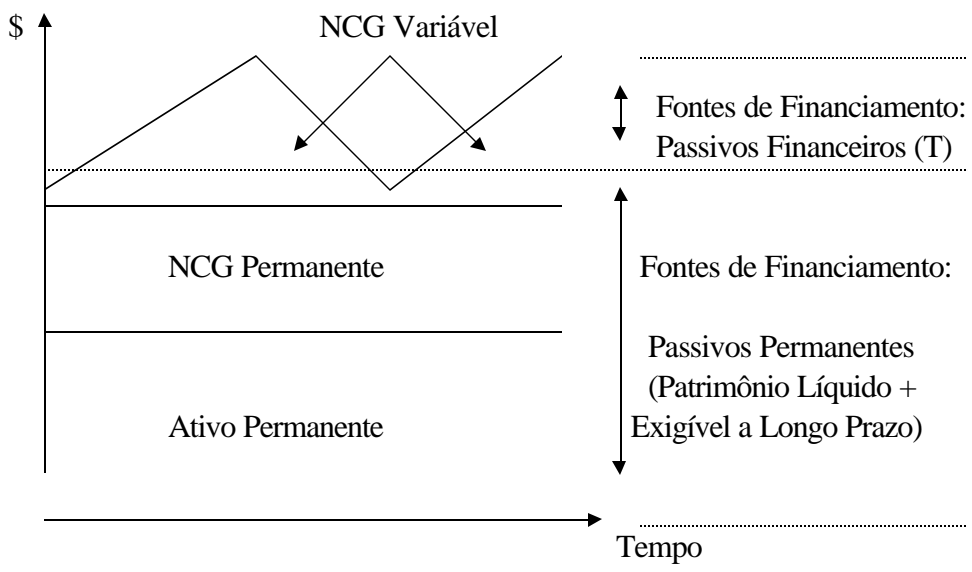


FIGURA 5 - Estrutura financeira defensiva

### 7.2.3- Estratégia agressiva

Segundo NEVES (1989:148), a estratégia agressiva “conduz a que parte dos ativos econômicos permanentes sejam financiados por endividamento líquido a curto prazo, garantindo-se no mínimo o financiamento do activo fixo com capital permanente.”

Assim sendo, nesta estratégia, o saldo de tesouraria será continuamente negativo ( $T < 0$ ), mas os recursos de longo prazo apresentam-se como suficientes para financiar o ativo permanente. Tal estratégia reflete uma posição não conservadora e altamente agressiva, estando a empresa sujeita a problemas potenciais de não renovação de empréstimos.

Enfim, trata-se de uma estratégia que busca aumentar a rentabilidade, mediante maior utilização de passivos menos onerosos (curto prazo), sacrificando a capacidade de solvência (liquidez) da empresa. A figura a seguir ilustra a estratégia agressiva.

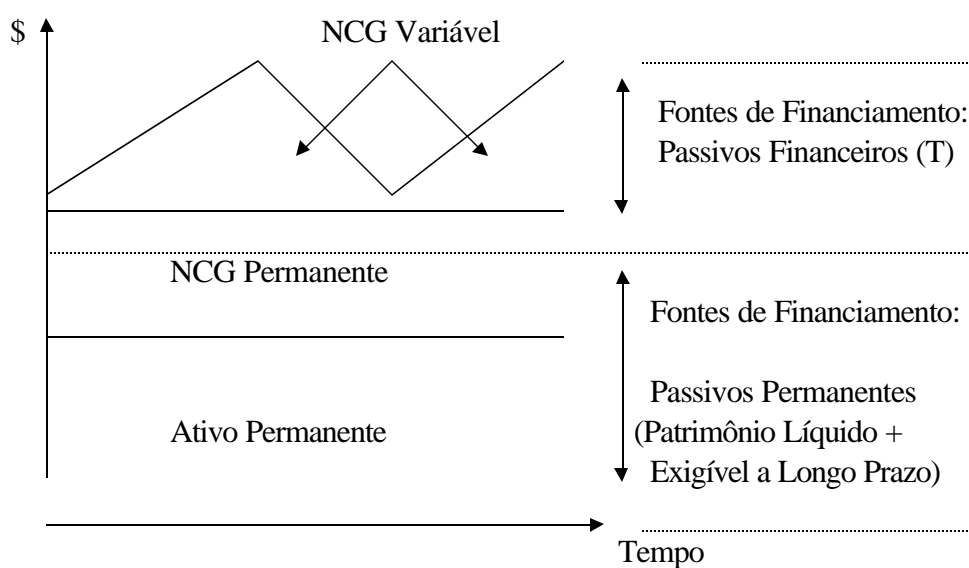


FIGURA 6 - Estrutura financeira agressiva

## 7.2.4- Estratégia arriscada

Na estratégia arriscada, como o próprio nome diz, a empresa encontra-se em uma situação financeira delicada, uma vez que os capitais permanentes apresentam-se como insuficientes para financiar os ativos permanentes, implicando, assim, na utilização de recursos de curto prazo para o financiamento de investimentos de longo prazo. O saldo de tesouraria apresenta-se constantemente negativo.

Trata-se de uma estratégia que prioriza a rentabilidade em detrimento do risco, mediante a utilização intensiva de recursos de curto prazo (tesouraria), os quais são menos onerosos.

Reflete uma situação que tende a gerar enormes problemas financeiros em decorrência de limitação na oferta de dinheiro no mercado financeiro, do poder de barganha da empresa, dentre outros. A figura a seguir ilustra a estratégia arriscada.

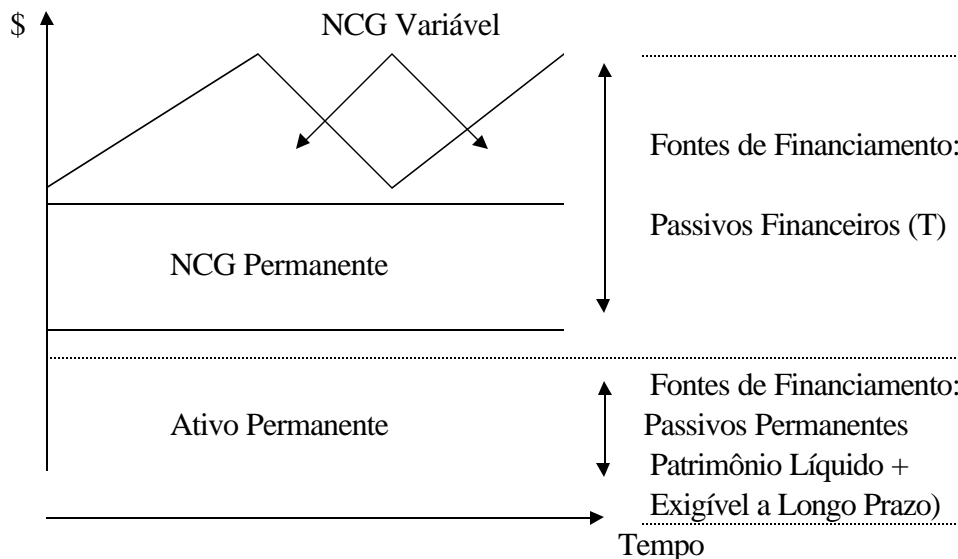


FIGURA 7 - Estrutura financeira arriscada

A escolha de uma ou outra estratégia de financiamento por parte de uma empresa associa-se, dentre outras coisas, às características da conjuntura econômica e do seu setor de

atuação, aos objetivos globais estabelecidos por sua Administração, ao seu poder de barganha junto ao mercado fornecedor de recursos, bem como do posicionamento de seus gestores frente a diferentes níveis de risco e retorno.

### **7.3- O FINANCIAMENTO DAS ATIVIDADES EMPRESARIAIS**

É sabido que a definição da estrutura de financiamento se dá pelas formas classicamente conhecidas como recursos próprios e recursos de terceiros, os quais constituem a estrutura financeira de uma empresa, ou seja, o conjunto de recursos utilizados para bancar o desenvolvimento de suas atividades.

Os recursos de terceiros são aqueles que chegam à empresa através das diversas modalidades de endividamento, as quais apresentam um prazo determinado para exigibilidade (curto ou longo), bem como um custo (explícito ou implícito) relativo à sua utilização. Dentre as principais fontes de recursos de terceiros, destacam-se os Fornecedores, os Impostos e Obrigações Sociais e as Contas a Pagar, como créditos de funcionamento, e os Empréstimos Bancários, as Duplicatas Descontadas e as Debêntures, como créditos de financiamento.

Os recursos próprios representam os fundos aplicados pelos proprietários na empresa, bem como aqueles gerados pelas próprias operações sociais, ou seja, o autofinanciamento. Trata-se de recursos que não têm um prazo definido para reembolso, sendo, portanto, por prazo indeterminado. Quanto ao item custo, pode-se dizer que, segundo a teoria financeira, os recursos próprios são mais onerosos que os de terceiros, basicamente em função dos elementos risco e benefício fiscal.

No âmbito dos recursos próprios, faz-se necessário distingui-los entre os recursos próprios de origem externa e os recursos próprios de origem interna. Os primeiros são provenientes da emissão de novas ações. Estes fundos, ao entrarem na empresa, são contabilizados como recursos próprios. No segundo grupo têm-se os recursos gerados pelas próprias atividades da empresa, constituindo-se de parcela da depreciação e da amortização e dos lucros não distribuídos no exercício, o que se denomina de autofinanciamento. Desse modo, tem-se que:

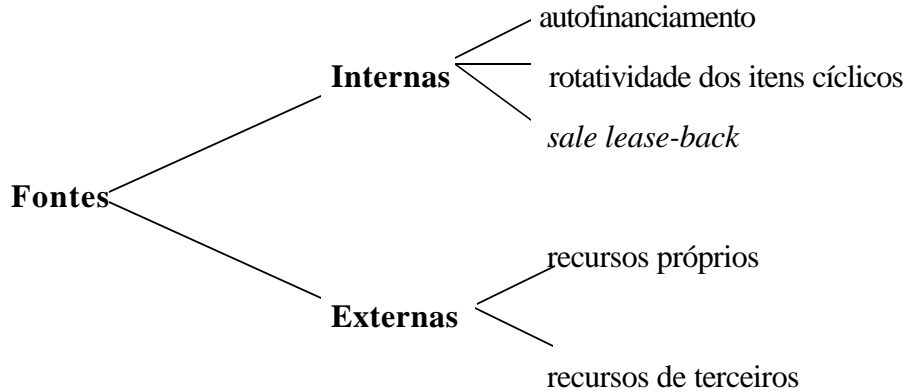


FIGURA 8 - Estrutura das fontes de financiamento

A definição quanto ao uso dessas diversas fontes de recursos deve se constituir na estratégia de financiamento da empresa. Neste sentido, cabe ressaltar que no Brasil, segundo MELO (1994b:145), “a definição da melhor estrutura de financiamento, especialmente no que se refere às fontes de longo prazo, é particularmente complexa”, diante da insuficiência de recursos, a custos adequados, para o financiamento das atividades empresariais. Entretanto, a não existência de estratégias explícitas não exclui a possibilidade de que, implicitamente, as empresas utilizem privilegiadamente determinada fonte de fundos para financiar suas atividades, como bem acentua o referido autor.

Além destes aspectos, MELO (1994b) destaca a dificuldade do mercado financeiro em atender às necessidades de fundos de longo prazo das empresas, além dos limites da capacidade de endividamento, aliada à incapacidade do mercado de capitais em suprir as empresas com capital próprio. Tal fato, aliado a outros como as próprias características de concentração da renda do país, leva a pressupor que o autofinanciamento vem se constituindo na principal fonte de financiamento das empresas brasileiras<sup>32</sup>.

Com relação ao autofinanciamento, MELO (1994a:10) identifica-o como “a fonte de fundos mais independente em relação às demais alternativas de obtenção de recursos.” O

<sup>32</sup> Para maiores detalhes sobre o autofinanciamento e sua utilização no financiamento das atividades empresariais, ver MELO (1994a).



referido autor destaca ainda que seu custo refere-se ao custo de oportunidade para os proprietários e seu uso é automático, não exigindo procedimentos burocráticos para sua apresentação como fonte de recursos.

FLEURIET, KEHDY e BLANC (1978:25) atribuem uma importância enorme a tal fonte de financiamento, ao considerá-la como o próprio “motor da empresa”. Para eles, o autofinanciamento representa o montante de recursos gerados pelas operações empresariais e que são conservados para fins de utilização como fonte interna de financiamento, sendo sua mensuração decorrente basicamente do lucro líquido retido do exercício adicionado ao saldo de depreciações e amortizações.

Pela DOAR, basta tomar o lucro líquido ajustado ou recursos provenientes das operações sociais (RPOS) e dele retirar o valor referente aos dividendos distribuídos. A diferença representa o autofinanciamento. Esta forma de mensuração pode ser encontrada em MARQUES e BRAGA (1995).

Recursos Provenientes Operações Sociais (-) Dividendos Distribuídos = Autofinanciamento
---

Por fim, cabe destacar que para BRASIL e BRASIL (1993:11) o autofinanciamento é considerado como “a principal fonte de crescimento do Capital de Giro (CDG), ao ser incorporado ao Patrimônio Líquido” da empresa.

Assim sendo, as principais decisões inerentes à definição de fontes e aplicações de recursos no âmbito das empresas podem ser sistematizadas no quadro de origens e aplicações de recursos, apresentado a seguir.

QUADRO 12 - Origens e aplicações de recursos

APLICAÇÕES	ORIGENS
Operações de Investimentos	Operações Financeiras: - Venda de Imobilizado - $\Delta$ ELP
Distribuição de Dividendos	- $\Delta$ Capital em Dinheiro - Emissão de Debêntures - Emissão de Novas Ações
Reembolso de Empréstimos de Longo Prazo	
Variação do Capital de Giro ( $\Delta$ CDG)	- Créditos de Fornecedores Equipamentos - Autofinanciamento

Fonte: Adaptado de BRASIL e BRASIL (1993:50).

#### 7.4- AS HIPÓTESES DE TRABALHO

As considerações tecidas até aqui direcionam nossas preocupações para as seguintes questões:

a) As empresas alimentícias apresentaram predominância de necessidade de capital de giro positiva (NCG positiva), ou seja, demandaram recursos para o financiamento de suas atividades operacionais.

b) As empresas eletroeletrônicas apresentaram predominância de necessidade de capital de giro positiva (NCG positiva), ou seja, demandaram recursos para o financiamento de suas atividades operacionais.

c) O autofinanciamento constituiu-se na principal fonte de recursos utilizada pelas empresas alimentícias no financiamento de suas necessidades de capital de giro.

d) O autofinanciamento constituiu-se na principal fonte de recursos utilizada pelas empresas eletroeletrônicas no financiamento de suas necessidades de capital de giro.

e) As estratégias de financiamento utilizadas pelas empresas alimentícias e eletroeletrônicas são diferenciadas entre si e nos períodos pré e pós-Real.

## **8- PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

### ***8.1- ABORDAGEM***

A presente pesquisa utiliza-se basicamente de uma *abordagem quantitativa*, uma vez que prevê a mensuração de variáveis preestabelecidas (necessidade de capital de giro, saldo de tesouraria e capital de giro), procurando verificar e analisar seus inter-relacionamentos, com vistas à identificação de estratégias de financiamento utilizadas pelas empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos.

### ***8.2- TIPO DE PESQUISA***

Esta pesquisa pode ser classificada no campo das *pesquisas descritivas comparativas*, posto que tem como objetivo primordial identificar, descrever e analisar as estratégias financeiras utilizadas pelas empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos em tempos de Real (exercícios de 1994 e 1995), bem como compará-las às utilizadas no período precedente à implantação do referido plano (exercícios de 1991, 1992 e 1993), à luz das variáveis características do *Modelo Fleuriet*. Ou seja, procura-se identificar comportamentos e tendências, sem necessariamente descer às análises sobre causas e efeitos, ou à tentativa de interpretação.

### ***8.3- UNIDADES DE ANÁLISE***

As unidades de análise para o desenvolvimento da presente pesquisa são os *setores* de alimentos e eletroeletrônicos da economia nacional.

#### **8.4- UNIDADE DE OBSERVAÇÃO**

Os elementos da realidade analisada constituem-se das *empresas abertas* dos setores de alimentos e eletroeletrônicos.

#### **8.5- A AMOSTRA E O PERÍODO DE ESTUDO**

A amostra, para fins de desenvolvimento da presente pesquisa, é de natureza não-probabilística, do tipo intencional, ou seja, constitui-se das empresas abertas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos constantes do Sistema de Análise de Balanços Empresariais, do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais- SABE/IBMEC<sup>33</sup>, no período de 1991 a 1995, perfazendo, assim, um total de 05 (cinco) anos.

Os critérios utilizados para a composição da referida amostra, apresentada no quadro 13 abaixo, foram os seguintes:

- a) Natureza jurídica da empresa: sociedade anônima de capital aberto;
- b) Tipo de demonstração: controladora;
- c) Padrão das demonstrações financeiras: elaboradas pela correção integral, bem como corrigidas e ajustadas para moeda de 31.12.1995 e expressas monetariamente em R\$ mil;
- d) Presença da empresa na amostra: foram admitidas somente empresas que apresentaram todos os dados completos no período;

---

<sup>33</sup> O SABE/IBMEC (versão 4.0 para *Windows*) é constituído por 409 empresas abertas, as quais representam as mais líquidas no mercado secundário, distribuídas em 41 ramos de atividade econômica. A referida base de dados encontra-se disponível no Núcleo de Estudos, Pesquisas e Consultoria em Finanças- NUFÍ do CAD/CEPEAD/FACE/UFMG.

e) Não foram consideradas empresas que obtiveram resultados decorrentes apenas de equivalência patrimonial.

QUADRO 13 - Empresas abertas alimentícias e eletroeletrônicas<sup>34</sup>

<b>Empresas Alimentícias</b>	<b>Empresas Eletroeletrônicas</b>
Indústria de Chocolates <i>Lacta</i> S.A. <i>Lacesa</i> S.A.- Indústria de Alimentos	<i>Amelco</i> S.A. Indústria Eletroeletrônica Empresa Brasileira de Compressores S.A.- <i>Embraco</i>
Companhia <i>Leco</i> de Produtos Alimentícios Indústria de Alimentos Carlos de Brito S.A.- Fab. <i>Peixe</i>	<i>Ericsson</i> Telecomunicações S.A. <i>Inepar</i> S.A. Indústria e Construções
Sementes <i>Agroceres</i> S.A. S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios <i>Vigor</i>	<i>Matel</i> Tecnologia Teleinformática S.A. <i>Pirelli</i> Cabos S.A. <i>Trafo</i> Equipamentos Elétricos S.A.

**Fonte:** Identificadas pelo autor a partir do SABE/IBMEC, versão 4.0 para *Windows*  
Em destaque são apresentados os nomes mais comuns das companhias.

## 8.6- TÉCNICA DE COLETA DE DADOS

Os dados para implementação desta pesquisa foram obtidos de formas distintas, a saber:

a) O mapeamento dos principais aspectos característicos do meio ambiente econômico, relativo ao período de 1991 a 1995, baseou-se principalmente nas análises e dados apresentados por:

- Revista *Exame- Maiores e Melhores*: análises conduzidas por Kanitz;
- Revista *Conjuntura Econômica- As 500 Maiores Empresas do Brasil*;

<sup>34</sup> Cabe ressaltar que MARQUES e BRAGA (1995), com o propósito de avaliar a situação de liquidez e solvência, trabalharam com uma amostra de 06 (seis) companhias, encontrando resultados bastante satisfatórios.

- Suplementos de jornais: *Dois anos de Real* (Gazeta Mercantil) e *Três Anos de Real* (Folha de S. Paulo e Estado de Minas);
- Fórum Nacional. Estabilidade e Crescimento: os desafios do Real.
- Artigos e outros.

b) As demonstrações financeiras (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos), publicadas pelas empresas abertas alimentícias e eletroeletrônicas, no período de 1991 a 1995, e elaboradas segundo a sistemática de correção integral, foram obtidas junto à base de dados SABE/IBMEC.

## **8.7- TRATAMENTO DOS DADOS**

O tratamento dos dados consistiu nas seguintes etapas:

a) Caracterização do meio ambiente econômico brasileiro no período de 1991 a 1995, com vistas à identificação de aspectos característico-motivadores das decisões empresariais.

b) Reclassificação das demonstrações financeiras segundo a ótica do modelo dinâmico de gestão financeira de empresas (*Modelo Fleuriet*).

c) Mensuração das principais variáveis do referido modelo, quais sejam:

Capital de Giro (CDG) = Passivo Permanente - Ativo Permanente  
Necessidade de Capital de Giro (NCG) = Ativo Cíclico - Passivo Cíclico  
Saldo de Tesouraria (T) = CDG - NCG

As referidas variáveis estão expressas em valores corrigidos e ajustados ao último período (1995) da série em estudo.

d) Mensuração do autofinanciamento, conforme operação a seguir:

Recursos Provenientes das Operações Sociais (RPOS) (-) Dividendos Distribuídos = AUTOFINANCIAMENTO
--

e) Identificação das principais origens e aplicações de recursos utilizadas pelas empresas, através da integração da necessidade de capital de giro à DOAR, conforme modelo apresentado abaixo:

<b>Origens de Recursos</b>	<b>R\$ mil</b>	<b>%</b>	<b>Aplicações de Recursos</b>	<b>R\$ mil</b>	<b>%</b>
Do autofinanciamento			Nas operações (prejuízo)		
Dos acionistas			Aumento da NCG		
De terceiros			Tesouraria (T)		
Curto prazo (T)					
Longo prazo					
Redução da NCG			Ativos permanentes		
Redução do RLP			Redução do ELP		
Desinvestimentos			Aumento do RLP		
Dividendos de Coligadas			Outras		
Outras					

f) Relacionamento e identificação do comportamento assumido pelas variáveis mensuradas no período em estudo, conforme procedimento apresentado a seguir, representativo do desempenho financeiro:

<b>Descrição</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Vendas Líquidas (VL)					
CDG					
NCG					
Permanente					
Variável					
AUTOFINANC.					
T					



Variação das Vendas					
CDG/VL					
NCG/VL					
AUTOFINANC./VL					
T/VL					

## **8.8- TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS**

A identificação, caracterização e análise das estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro utilizadas pelas empresas alimentícias e eletroeletrônicas, no período de 1991 a 1995, devem ser empreendidas sob a ótica de dois momentos distintos da economia nacional, a saber:

a) **período pré-Real**, compreendendo os exercícios de 1991, 1992 e 1993 e cujas principais características macroeconômicas são: instabilidade político-econômica; abertura de mercado; acirramento da concorrência; instabilidade da demanda; insuficiência de recursos; altas taxas de juros; baixos níveis de liquidez e rentabilidade, bem como necessidade de re-direcionamento e reestruturação das atividades empresariais.

b) **período pós-Real**, compreendendo os exercícios de 1994 e 1995, caracterizados basicamente por: expansão do nível de atividade econômica e conseqüente necessidade de recursos para o financiamento do giro dos negócios; recuperação parcial dos níveis de liquidez e rentabilidade; acirramento da concorrência diante da intensificação do processo de globalização da economia; altas taxas de juros e maior estabilidade político-econômica.

A partir destas características são identificados aspectos característico-motivadores das estratégias financeiras utilizadas pelas empresas no período em apreço. A análise dos dados e informações das empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos pautou-se nos seguintes procedimentos:

a) Estudo do comportamento das variáveis vendas líquidas (VL), capital de giro (CDG), necessidade de capital de giro (NCG), autofinanciamento (AUT) e saldo de tesouraria (T), procurando o inter-relacionamento entre as mesmas;

b) Estudo da estrutura e situação financeira apresentada pelas empresas, mediante combinação das variáveis CDG, NCG e T;

c) Identificação e análise das estratégias de financiamento utilizadas pelas empresas, conforme tipificação apresentada no item 7.2 deste trabalho;

d) Comparação dos aspectos financeiros da seguinte maneira:

- comparação da estrutura, situação e estratégias financeiras inerentes a cada empresa, bem como do comportamento do respectivo setor, nos períodos pré e pós-Real;
- comparação da estrutura, situação e estratégias financeiras apresentadas pelos setores nos períodos pré e pós-Real.

e) Avaliação das hipóteses do trabalho a partir dos resultados obtidos.

## **9- APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS**

O objetivo, nesta parte do trabalho, é apresentar os principais resultados obtidos a partir da análise das variáveis de gestão financeira das empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos, no período de 1991 a 1995, à luz das hipóteses que permeiam o desenvolvimento desta pesquisa.

### ***9.1- EMPRESAS DO SETOR DE ALIMENTOS***

Neste item são apresentados e analisados os principais aspectos financeiros característicos das empresas do setor de alimentos no período de 1991 a 1995, com vistas à identificação das estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro utilizadas pelas mesmas.

#### **9.1.1- Estudo do comportamento das variáveis**

Neste item são analisados os principais aspectos característicos das variáveis vendas líquidas (VL), necessidade de capital de giro (NCG), capital de giro (CDG), autofinanciamento (AUT) e saldo de tesouraria (T), relativas ao desempenho das empresas do setor de alimentos no período de 1991 a 1995, segregado em pré e pós-Real.

Com relação à variável VL (vendas líquidas), pode-se dizer que as empresas alimentícias amargaram queda nas vendas em 1992, iniciando um processo de recuperação em 1993, quando a expansão das atividades foi experimentada por metade das empresas analisadas.

Diante da recuperação parcial iniciada em 1993, conjugada à implantação do Plano Real no ano seguinte e outras alterações de ordem setorial, as empresas alimentícias responderam ao mercado com uma expansão das atividades operacionais no período pós-Real.

O desempenho das vendas das empresas alimentícias no período pós-Real parece ter refletido o nível de expectativa dos agentes econômicos diante da estabilização político-econômica iniciada em 1993, e consolidada com a implantação do Plano Real em 1994. Além disto, demonstrou uma maior preocupação dessas empresas com o exercício de suas atividades operacionais (*core business*), conforme exigências do próprio ambiente concorrencial, culminando, assim, em maior canalização de recursos para investimentos em capacidade produtiva e capital de giro.

Tal comportamento pôde ser verificado mediante análise da demonstração de origens e aplicações de recursos (DOAR), a qual refletiu o direcionamento assumido pelo conjunto das decisões financeiras das empresas do setor de alimentos no período. Desse modo, a análise do referido demonstrativo permitiu constatar que uma das principais decisões de investimento, principalmente nos anos de 1992 e 1993 (pré-Real), foi a de aquisição de novos ativos permanentes, o que evidencia a busca de adequação da capacidade produtiva face à expansão da demanda e às novas exigências do mercado consumidor. A natureza dessas decisões realça a importância do orçamento de capital no contexto dessas empresas, com a conseqüente definição das fontes de recursos para a implementação das propostas de investimento.

Dentre as empresas alimentícias, a *Vigor* foi a que demonstrou maior preocupação com a renovação dos ativos permanentes no decorrer do período, haja vista que tal modalidade de investimento representou nada menos que 61,2% da pauta de aplicações em 1992; 53,3% em 1993; 53,8% em 1994 e 75,5% em 1995. Outra aplicação relevante das empresas do setor, no período em apreço, refere-se aos empréstimos a coligadas e controladas (aumento do realizável a longo prazo).

A outra face do processo de expansão das atividades produtivas, refere-se aos investimentos em itens de natureza estritamente operacional, como por exemplo, estoques, clientes, despesas antecipadas etc, os quais, deduzidos dos financiamentos espontâneos, decorrentes do desenvolvimento do ciclo operacional (fornecedores, impostos e obrigações sociais etc) representam, normalmente, uma demanda de recursos para seu financiamento (NCG positiva). Isto porque, na maioria dos casos, os créditos espontâneos bancam apenas parte do ciclo operacional, devendo a empresa obter fontes alternativas para o financiamento do restante de seu ciclo de atividades, o que corresponde a um ciclo financeiro positivo.

Dentro desta perspectiva, verificou-se que as empresas alimentícias apresentaram demanda de recursos para o giro de seus negócios, conforme evidenciado pela **NCG positiva** ao longo do período, ou seja, as referidas empresas operaram com ciclo financeiro positivo, indicando que os créditos espontâneos financiaram apenas parte do ciclo operacional das mesmas. Cabe ressaltar, entretanto, alguns casos em que as empresas conseguiram operar com ciclo financeiro negativo, apresentando assim uma disponibilidade de recursos. Tal fato ocorreu com a *Lacta*, em 1995, com a *Leco*, em 1992 e 1994 e com a *Peixe*, em 1994, podendo ser visto como um esforço da gestão operacional dessas empresas com vistas à liberação de recursos para aplicações “mais nobres”.

Dentre as empresas alimentícias, a *Agroceres* foi a que apresentou a maior demanda de recursos para o financiamento do giro dos negócios face ao nível de vendas, dada a extensão de seu ciclo financeiro, o qual chegou a atingir, em 1994 e 1995, 41,3% e 77,1% das vendas líquidas, respectivamente, conforme relações de NCG/VL. Ou seja, a necessidade de capital de giro da referida empresa chegou a representar 151 dias de vendas líquidas, em 1994 e 282 dias, em 1995, totalmente fora do padrão de seu setor, haja vista que o segundo maior ciclo financeiro foi apresentado pela *Peixe* em 1991, quando este correspondeu a 35,7% das vendas líquidas.

Por outro lado, o menor ciclo financeiro foi apresentado pela *Leco*, o qual chegou a ser negativo nos exercícios de 1992 e 1994. A *Peixe* e a *Lacta* também apresentaram ciclo financeiro negativo em 1994 e 1995, respectivamente.

Quanto à disponibilidade e utilização de recursos estáveis (de longo prazo) para o financiamento da expansão das atividades operacionais, a análise da variável CDG evidenciou que as empresas alimentícias não dispunham dos mesmos em volume suficiente, dado ao fato de que o **capital de giro** apresentou-se **inferior à NCG**. Além disto, constatou-se a ocorrência de **CDG negativo**, evidenciando, assim, a insuficiência dos recursos estáveis não somente para o financiamento do giro dos negócios, como também para os investimentos em ativos permanentes, com a conseqüente utilização de fontes de curto prazo (tesouraria passiva) para tal finalidade, o que é uma inadequação financeira (desequilíbrio financeiro), implicando em elevado risco financeiro para a empresa.

Como exceções a essa inadequação financeira, destaca-se a *Leco*, a qual apresentou CDG positivo e até mesmo superior à NCG, culminando em saldo de tesouraria positivo, o que lhe proporcionou relativa liquidez ao longo do período. Outra exceção é a *Vigor*, que também apresentou CDG positivo (afora 1992) e, em alguns casos, superior à NCG. Entretanto, cabe ressaltar que tal política financeira pode estar atrelada à falta de oportunidades para investimentos ou à dificuldade dessas empresas em implementar suas atividades diante das exigências do mercado concorrencial que se lhe apresentaram.

A análise integrada da NCG à DOAR permitiu identificar, como principais fontes de recursos, nos anos de 1992 e 1993, as decorrentes de créditos a curto prazo (tesouraria passiva), bem como da redução do ciclo financeiro (redução da NCG). No período pós-Real, anos de 1994 e 1995, as operações de curto prazo (tesouraria passiva) também se constituíram na principal fonte de recursos para o financiamento dos investimentos empresariais (ativo econômico), seguida do autofinanciamento e das operações de longo prazo.

Quanto ao **financiamento das necessidades de capital de giro**, constatou-se que essas foram financiadas por **recursos de curto prazo (tesouraria)**, os quais se destinaram ainda a suplementar investimentos em ativos de longo prazo, diante da insuficiência dos recursos estáveis para tal, razão pela qual o saldo de tesouraria apresentou-se predominantemente negativo nos períodos pré e pós-Real. Tal fato pode ser corroborado pela relação T/NCG (termômetro da liquidez), a qual se apresentou negativa ao longo de todo o período analisado, sobretudo no pós-Real, chegando a atingir 136,65%, em 1993, 203,81%, em 1994 e 167,98%, em 1995. Ou seja, os recursos de curto prazo sustentavam tanto a NCG quanto o CDG.

Dentre as empresas do setor, a *Agroceres*, a *Lacta* e a *Peixe* foram as empresas que se utilizaram mais freqüentemente dos recursos de curto prazo (tesouraria) para o financiamento de seus investimentos, tanto em capital de giro quanto em ativos permanentes.

O autofinanciamento apresentou-se como principal fonte de recursos de empresas como *Lacesa*, *Leco* e *Vigor* em alguns períodos, porém restringindo-se basicamente ao financiamento de aplicações permanentes. A redução da NCG esteve presente como alternativa de financiamento da *Lacesa* em 1992, da *Lacta* em 1992 e 1995, da *Leco*, da *Peixe* e da *Vigor* em 1992. Tal fato deve-se, basicamente, à retração das vendas verificada no período, conforme evidenciado anteriormente.

No item a seguir, apresenta-se uma conjugação entre as variáveis até então analisadas, com vistas à identificação e análise da estrutura e situação financeira apresentada pelas empresas do setor de alimentos no período em apreço.

### **9.1.2- Estrutura e situação financeira**

Diante da configuração apresentada pelas empresas do setor de alimentos em termos de capital de giro (CDG), necessidade de capital de giro (NCG) e saldo de tesouraria (T), no



decorrer do período analisado, verificou-se que as referidas empresas apresentaram predominância de estrutura e situação financeira do tipo **péssima**, cujas características são **CDG negativo, NCG positiva e T negativo**, conforme representação abaixo.

NCG	T
CDG	

Sob tais condições, pode-se dizer que as empresas do setor de alimentos apresentavam insuficiência de recursos estáveis (CDG como aplicação) para bancar os investimentos em ativos permanentes, utilizando-se, assim, de fundos de curto prazo (tesouraria) para sustentar tais investimentos, bem como assegurar o desenvolvimento das atividades operacionais (NCG). Trata-se de uma situação de elevado risco financeiro, diante da utilização excessiva de capitais de terceiros, notadamente de curto prazo. Tal situação pode conduzir uma empresa à descontinuidade, principalmente em um ambiente recessivo, marcado por elevadas taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro.

O GRAF. 1 a seguir retrata adequadamente a estrutura e situação financeira das empresas alimentícias, conforme desempenho apresentado pelas variáveis CDG, NCG e T.

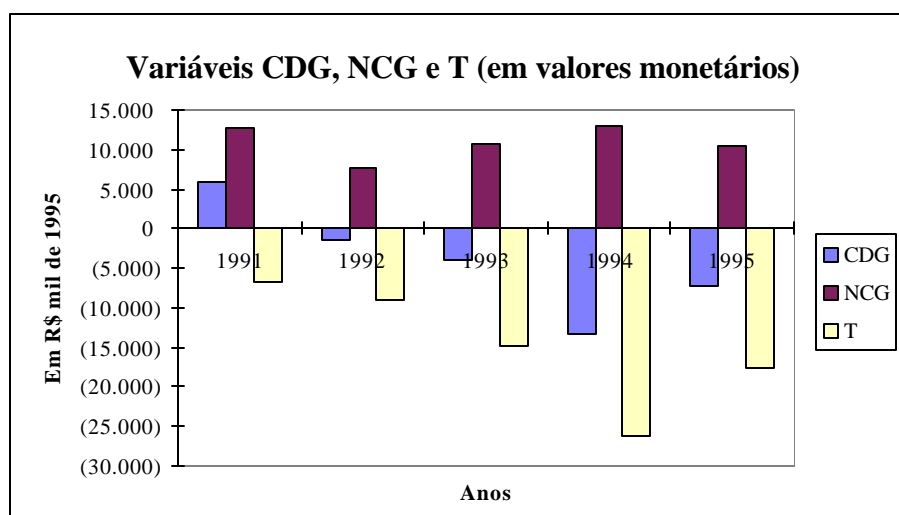


GRÁFICO 1- Variáveis CDG, NCG e T (em valores monetários)

Observando o GRAF. 1, percebe-se claramente que o capital de giro apresenta-se positivo e inferior à NCG, em 1991, e negativo de 1992 a 1995, implicando, assim, em saldo de tesouraria negativo ao longo do período, em decorrência das captações de recursos de curto prazo para financiar tanto as necessidades de capital de giro quanto o próprio capital de giro, já que este também representa uma aplicação.

É preciso destacar ainda que a estrutura e a situação financeira apresentada pelas empresas do setor de alimentos, no período analisado, demonstram que as mesmas se encontravam em situação típica de desequilíbrio financeiro (efeito tesoura), caracterizado basicamente pela inadequação financeira, diante da utilização de recursos de curto prazo para financiar aplicações de longo prazo de maturação (ativos permanentes). Um movimento de recuperação pode ser visto após 1994. O GRAF. 2 abaixo procura ilustrar a referida situação.

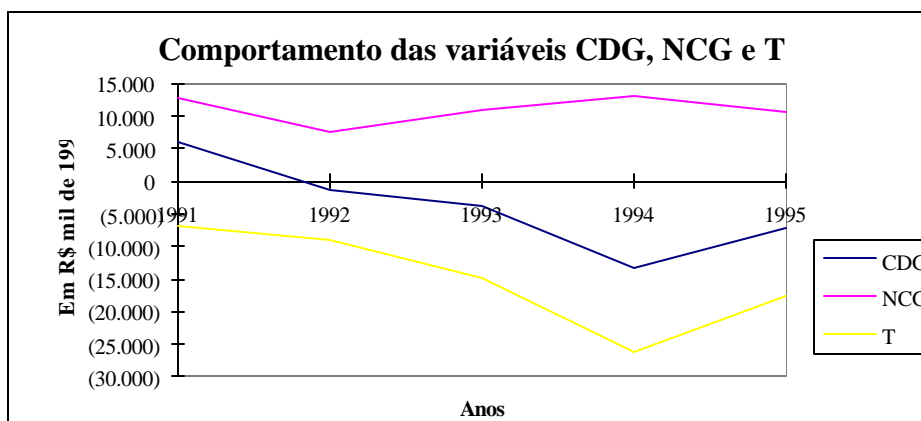


GRÁFICO 2: Comportamento das variáveis CDG, NCG e T

No tocante aos desempenhos individuais, cabe destacar os apresentados pelas empresas *Leco* e *Vigor* em relação às variáveis CDG, NCG e T.

No caso da *Leco*, pode-se identificar estrutura e situação financeira do tipo sólida (CDG positivo, NCG positiva e T positivo) nos exercícios de 1991, 1993 e 1995, e

excelente (CDG positivo, NCG negativa e T positivo) nos anos de 1992 e 1994. Já o caso da empresa *Vigor* demonstra uma empresa que saiu de uma estrutura financeira insatisfatória, em 1991 e, gradativamente, atingiu uma estrutura sólida nos anos de 1994 e 1995. Ambos os casos refletem o conjunto de decisões dessas empresas em relação às variáveis apresentadas, a partir do qual tais empresas apresentaram desempenhos relativamente melhores em relação às demais do setor.

Uma situação financeira sólida revela que a empresa apresenta recursos estáveis suficientes para bancar as necessidades de capital de giro e ainda proporcionar uma folga financeira, pela manutenção de aplicações em ativos financeiros (tesouraria ativa). Já em uma situação financeira excelente, além de a empresa dispor de recursos estáveis para o giro dos negócios, a NCG também representa uma fonte de recursos, daí a tesouraria corresponder à totalidade das aplicações de recursos.

### **9.1.3- Estratégia financeira**

A análise do desempenho financeiro das empresas do setor de alimentos demonstrou que as referidas empresas utilizaram estratégias financeiras do tipo **arriscada e agressiva**, no período pré-Real, e **arriscada e defensiva**, no período pós-Real.

Considerando o período como um todo, pode-se dizer que houve predomínio quanto à utilização de uma **estratégia financeira arriscada**, marcada basicamente pela utilização de recursos de curto prazo no financiamento de investimentos em ativos permanentes, conforme evidenciado pelo CDG negativo e pela elevada relação T/NCG. Estratégias financeiras arriscadas envolvem, como o próprio nome diz, elevados riscos financeiros, decorrentes da utilização de tesouraria passiva para financiar investimentos em ativos permanentes, além, obviamente, das necessidades de capital de giro.

Consoante ao desempenho característico do setor de alimentos, a *Lacta* utilizou-se prioritariamente de uma estratégia financeira arriscada, tanto no pré quanto no pós-Real. De maneira semelhante, a *Agrocere*s priorizou essa mesma estratégia a partir de 1993 e a *Peixe* no período pós-Real, conforme características apresentadas por tais empresas.

Por outro lado, a *Leco* conseguiu estabelecer uma estratégia financeira de natureza defensiva ao longo do período analisado, dispondo de recursos estáveis o suficiente para bancar as necessidades de capital de giro, bem como proporcionar adequada liquidez à empresa, mediante manutenção de aplicações em ativos financeiros. A *Vigor* também utilizou a estratégia defensiva a partir de 1993, e a *Lacesa*, em 1994. Tal estratégia pode refletir o grau de aversão do administrador financeiro face ao risco, bem como a falta de oportunidades para investimentos na capacidade produtiva.

## **9.2- EMPRESAS DO SETOR DE ELETROELETRÔNICOS**

Neste item são apresentados e analisados os principais aspectos financeiros característicos das empresas do setor de eletroeletrônicos no período de 1991 a 1995. As análises aqui empreendidas seguiram o mesmo padrão utilizado na análise das empresas do setor de alimentos.

### **9.2.1- Estudo do comportamento das variáveis**

A análise do comportamento das vendas das empresas do setor de eletroeletrônicos no período pré-Real evidenciou que as mesmas obtiveram um incremento no volume de atividades em 1992, quando somente a *Amelco* apresentou queda nas vendas. Já em 1993, a conjuntura não foi tão favorável a essas empresas, e três delas apresentaram retração no volume de vendas.

Em 1994, impulsionadas pelas medidas político-econômicas características do período, as empresas eletroeletrônicas responderam com crescimento nas atividades

operacionais. Entretanto, cabe ressaltar que em 1995, quatro das sete empresas analisadas amargaram retração no nível de vendas. Tal fato revela um comportamento oscilante em relação ao nível de atividade empreendido por essas empresas, decorrente, ao que tudo indica, das dificuldades de adaptação ao ambiente concorrencial estabelecido no período, bem como às novas exigências do mercado consumidor.

Apesar das alternâncias verificadas no nível de atividades, a análise da variável NCG demonstrou que as empresas do setor de eletroeletrônicos **apresentaram uma demanda de recursos** ao longo de todo o período analisado, conforme evidenciado pela **NCG positiva**. Apenas a *Amelco* apresentou NCG negativa, evidenciando uma disponibilidade de recursos para aplicações.

As empresas que apresentaram as maiores demandas de recursos para o financiamento do giro dos negócios, face ao nível de vendas empreendido, foram a *Ericsson* e a *Inepar*, dada a extensão do ciclo financeiro apresentada por ambas as empresas. No caso da *Ericsson*, o ciclo financeiro chegou a corresponder a 602 dias de vendas em 1993, reduzindo para 249 dias, em 1995. De forma semelhante, porém menos drástica, a *Inepar* apresentou, em 1995, um ciclo financeiro equivalente a 217 dias de vendas líquidas. Ou seja, em ambos os casos, pode-se perceber uma certa dificuldade por parte de tais empresas na gestão de seus ciclos operacionais e, mais especificamente, do ciclo financeiro. Daí o fato de as empresas do setor de eletroeletrônicos terem sido “obrigadas” a reduzir os ciclos de produção e armazenamento, com vistas à otimização do ciclo financeiro para fins de “enquadramento” às condições de mercado, conforme evidenciado em análise do ambiente macroeconômico no capítulo 3 deste trabalho.

A partir da análise integrada da NCG à DOAR, pôde-se verificar que as aplicações de recursos no giro dos negócios (aumento da NCG) constituíram-se em uma das principais modalidades de aplicação de recursos das empresas do referido setor, principalmente a partir de 1993. Outras aplicações também identificadas como relevantes foram as referentes à aquisição de novos ativos permanentes, decorrentes, obviamente, do “processo de ajuste” das empresas do setor às novas exigências do mercado.

No tocante à disponibilidade e utilização de fontes de recursos estáveis (de longo prazo) por parte das empresas do setor de eletroeletrônicos no financiamento de suas atividades, verificou-se que as mesmas apresentaram **capital de giro positivo**, evidenciando, assim, que os recursos de longo prazo foram suficientes para financiar as aplicações em ativos permanentes, bem como bancar parte da necessidade de capital de giro, permitindo ainda, em alguns casos, aplicações em ativos financeiros, quando da superioridade do CDG em relação à NCG. Entretanto, na maioria dos casos, o CDG apresentou-se insuficiente diante da NCG, culminando na busca de recursos de curto prazo para financiar a NCG remanescente.

Em termos de desempenho individual, cabe ressaltar que a *Amelco* apresentou capital de giro negativo no período de 1991 a 1994, conjugado a uma NCG também negativa e, às vezes, superior ao mesmo. Ou seja, a *Amelco* utilizava-se basicamente da liberação de recursos do giro dos negócios ( $NCG < 0$ ) para sustentar os investimentos em ativos permanentes e até mesmo em ativos financeiros (T positivo). Em alguns casos utilizou-se também de recursos provenientes de operações financeiras de curto prazo (T negativo).

No que se refere às fontes de recursos utilizadas pelas empresas do setor de eletroeletrônicos, a análise da necessidade de capital de giro integrada à DOAR permitiu identificar que o autofinanciamento apresentou-se como a principal fonte de recursos utilizada pelas referidas empresas para o financiamento de seus investimentos, seguida pelos recursos de curto prazo provenientes de operações de tesouraria e, em alguns casos, da redução da NCG. A utilização do autofinanciamento como principal fonte de recurso estável, por parte dessas empresas, demonstra a capacidade das mesmas na obtenção de fundos a partir do desenvolvimento das próprias operações sociais.

O predomínio do autofinanciamento como fonte de recursos ao longo de todo o período analisado, pôde ser verificado na *Embraco* e na *Pirelli*, onde tal modalidade de

financiamento, além de prevalecer ao longo do período, chegou a atingir, respectivamente, 81,2% e 86,4% dos recursos utilizados em 1992.

A redução da NCG como principal alternativa de financiamento foi verificada na *Amelco*, em 1992 e 1994, na *Ericsson*, em 1994, e na *Trafo*, em 1995, ao que tudo indica em decorrência do processo de otimização do ciclo financeiro, com vistas a torná-lo o menor possível e até mesmo negativo, além, é claro, da queda no volume de vendas.

Quanto ao **financiamento das necessidades de capital de giro** apresentadas pelas empresas do setor de eletroeletrônicos, constatou-se que essas foram financiadas basicamente pelo **capital de giro (recursos estáveis)**, complementado por uma parcela de recursos provenientes de **operações de tesouraria** (curto prazo), normalmente destinada ao financiamento da NCG conjuntural. Isto porque o capital de giro, apesar de positivo, demonstrou-se insuficiente para bancar toda a necessidade de capital de giro, ou seja, permanente e variável. Apenas em 1991 foi superior à NCG. A pequena insuficiência do CDG diante da NCG é refletida no saldo de tesouraria negativo apresentado pelas empresas após 1992. Tal fato pode ser corroborado pelo baixo grau de utilização de recursos de curto prazo no financiamento das necessidades de capital de giro (T/NCG), o qual correspondeu a 18,37%, em 1992, 13,96%, em 1993, 7,87%, em 1994 e 16,33 %, em 1995. Cabe ressaltar ainda, que algumas empresas apresentaram tesouraria positiva, decorrente da suficiência do capital de giro para bancar a NCG, bem como do ciclo financeiro negativo apresentado pelas mesmas.

O **autofinanciamento**, apesar de ter se constituído em uma das principais fontes de recursos utilizadas pelas referidas empresas, e daí em um dos **principais componentes do capital de giro**, destinou-se fundamentalmente ao financiamento das aplicações em itens de longo prazo ou permanentes, em conformidade ao princípio da adequação entre modalidades de investimento e alternativas de financiamento. Tal política de financiamento foi constatada por MELO (1994), em cujo trabalho identificou o autofinanciamento como a principal fonte de recursos utilizada pelas empresas em sua

expansão no período de 1983 a 1992. Da mesma forma, BRASIL (1997) também evidencia tal fonte de recurso como a privilegiada pelas empresas têxteis no período de 1987 a 1995.

No item a seguir, apresenta-se uma conjugação entre as variáveis até então analisadas, com vistas à identificação e análise da estrutura e situação financeira apresentadas pelas empresas do setor de eletroeletrônicos.

### 9.2.2- Estrutura e situação financeira

A análise do desempenho das empresas do setor de eletroeletrônicos em termos de capital de giro (CDG), necessidade de capital de giro (NCG) e saldo de tesouraria (T) demonstrou que entre as mesmas predominou, tanto no pré quanto no pós-Real, a estrutura e a situação financeira do tipo **insatisfatória**, cujas características são **CDG positivo**, **NCG positiva** e **T negativo**, conforme configuração apresentada a seguir.

NCG	T
	CDG

Obviamente outras estruturas e situações foram também encontradas. A *Amelco*, por exemplo, apresentava, em 1991, uma situação financeira muito ruim (CDG negativo, NCG negativo e T negativo) e atingiu, em 1995, uma situação financeira excelente (CDG positivo, NCG negativa e T positivo). A situação financeira é tida como muito ruim pelo fato de a referida empresa se encontrar extremamente dependente de recursos de curto prazo para o financiamento de seus investimentos em ativos permanentes, ou seja, recursos provenientes do giro dos negócios (NCG negativa) e de operações de tesouraria (tesouraria negativa).



Outro caso a ser mencionado é o da *Embraco*, a qual apresentou uma situação financeira sólida de 1993 a 1995, ou seja, dispunha de capital de giro suficiente para bancar as necessidades de capital de giro e ainda proporcionar aplicações em ativos financeiros.

A estrutura e a situação financeira do tipo insatisfatória, a qual predominou entre as empresas do setor, demonstra que as referidas empresas apresentaram disponibilidade de recursos estáveis para o financiamento do giro de seus negócios só que em volume insuficiente, necessitando, assim, de fontes de curto prazo para bancar parte dos investimentos em ativos operacionais (NCG). Tal situação é considerada insatisfatória, principalmente diante de ambientes econômicos recessivos, nos quais surgem, naturalmente, dificuldades com a realização dos ativos cíclicos (recebimento de clientes, comercialização de estoques, por exemplo), além do crescimento da tesouraria passiva em decorrência das altas taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro. Qualquer semelhança com o atual ambiente econômico é mera coincidência.

O GRAF. 3 a seguir ilustra adequadamente a estrutura e a situação financeira apresentada pelas empresas eletroeletrônicas, mediante conjugação das variáveis CDG, NCG e T.

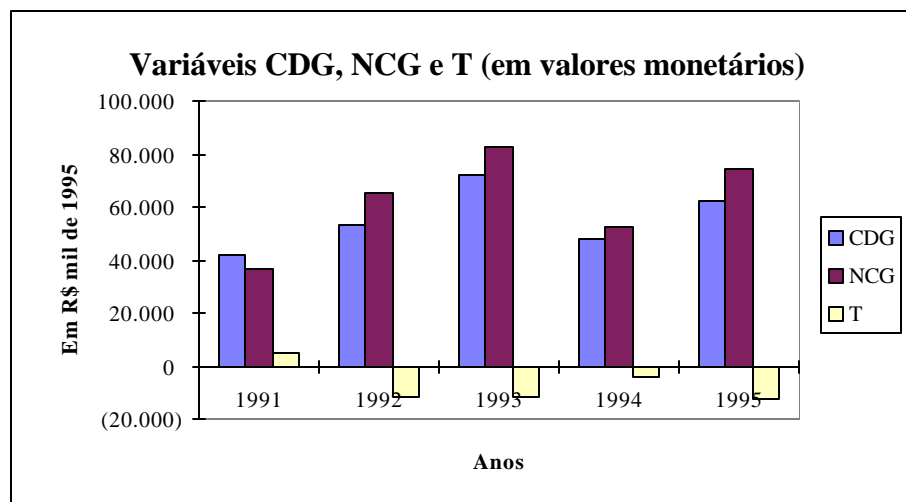


GRÁFICO 3- Variáveis CDG, NCG e T (em valores monetários)

Ao se observar o GRAF. 3 acima, pode-se visualizar que o capital de giro apresenta-se positivo e superior à NCG, em 1991, e positivo e inferior nos demais anos da série, culminando, assim, em saldo de tesouraria negativo após 1992, resultante das captações de recursos de curto prazo para financiar parte das necessidades de capital de giro, já que a maior proporção dessas é financiada por recursos estáveis (CDG). Vale lembrar que o principal componente do capital de giro das empresas do setor de eletroeletrônicos refere-se ao autofinanciamento.

A insuficiência do CDG em relação à NCG apresentada pelas empresas do setor de eletroeletrônicos pode ser também visualizada pelo GRAF. 4 abaixo.

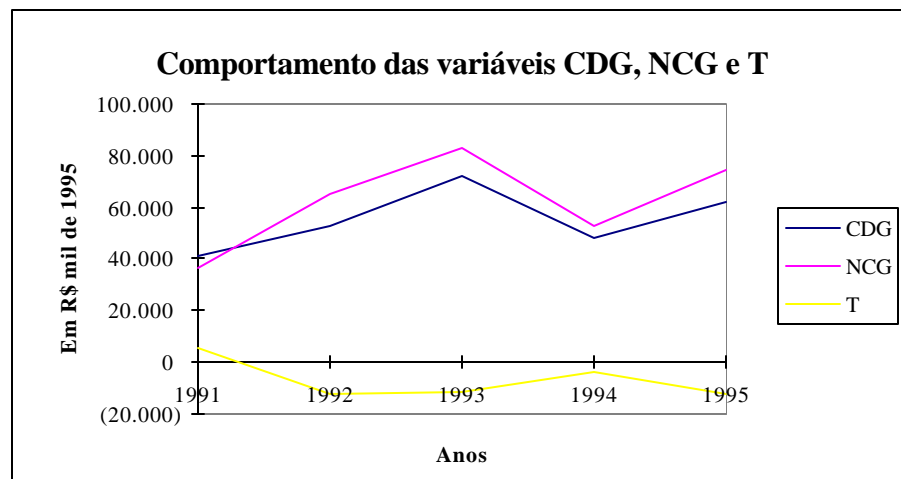


GRÁFICO 4- Comportamento das variáveis CDG, NCG e T

### 9.2.3- Estratégia financeira

A análise do desempenho financeiro das empresas do setor de eletroeletrônicos demonstrou que as referidas empresas utilizaram estratégias financeiras diferenciadas ao longo do período analisado, ou seja, estratégias do tipo **agressiva** e **defensiva**, sendo esta última a mais freqüente entre as referidas empresas, tanto no pré quanto no pós-Real.

A *Matel* utilizou-se primordialmente de uma estratégia financeira agressiva, mediante financiamento de parte da NCG permanente com recursos de curto prazo (T). Já a *Ericsson*

e a *Inepar* privilegiaram uma estratégia financeira defensiva, através da qual financiavam parte da NCG variável com recursos provenientes do capital de giro, o que lhes proporcionava relativa liquidez, embora isso pudesse implicar em maiores custos de oportunidade.

No pós-Real (1994 e 1995), a estratégia financeira tipo defensiva foi privilegiada pelas empresas *Embraco*, *Inepar* e *Pirelli*, além de ser também utilizada pela *Amelco* e pela *Ericsson*, em 1995, e pela *Trafo*, em 1994, o que demonstra a predominância desse tipo de estratégia entre as empresas analisadas.

Diante disto, pode-se perceber quão mais estruturadas financeiramente estavam as empresas do setor de eletroeletrônicos em relação às do setor de alimentos no período de 1991 a 1995.

No próximo item apresenta-se uma síntese dos principais aspectos financeiros característicos das empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos, bem como uma comparação entre os mesmos.

### **9.3- COMPARAÇÃO DOS DESEMPENHOS SETORIAIS**

Neste item apresenta-se uma síntese dos desempenhos financeiros das empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos no período de 1991 a 1995, com vistas à comparação entre ambos, conforme apresentado no quadro 14 abaixo:

QUADRO 14- Desempenho financeiro dos setores de alimentos e eletroeletrônicos

Descrição	Setor de Alimentos		Setor de Eletroeletrônicos	
	Pré-Real	Pós-Real	Pré-Real	Pós-Real
CDG	negativo	negativo	positivo	positivo
NCG	positiva	positiva	positiva	positiva
T	negativo	negativo	negativo	negativo
Financiamento da	T	T	CDG e T	CDG e T

NCG				
Estrutura e situação financeira	péssima	péssima	insatisfatória	insatisfatória
Estratégia financeira	arriscada	arriscada	defensiva	defensiva

**Fonte:** Sistematização feita pelo autor a partir dos dados e análises realizadas.

A análise do quadro supramencionado permite visualizar que as empresas de ambos os setores apresentaram, salvo as exceções já identificadas e comentadas, desempenho semelhante nos períodos pré e pós-Real.

Ao se analisar os desempenhos setoriais, pode-se verificar que o desempenho financeiro apresentado pelas empresas do setor de eletroeletrônicos apresentou-se consideravelmente superior ao das empresas alimentícias.

As empresas do setor de alimentos apresentaram situação e estrutura financeira do tipo péssima, uma vez que não dispunham de recursos de longo prazo suficientes nem mesmo para bancar seus investimentos em ativos permanentes, culminando, assim, em elevada utilização de recursos de curto prazo (tesouraria) para financiar tanto o capital de giro (aplicação), quanto a necessidade de capital de giro, conforme evidenciado pela elevada relação T/NCG apresentada.

Sob tais condições, as empresas alimentícias utilizaram-se predominantemente de uma estratégia financeira arriscada, a qual implica em elevado risco financeiro. A referida estratégia financeira reflete a utilização de recursos de curto prazo para financiar aplicações de longo prazo de maturação. Nesse caso, privilegia-se o retorno em detrimento da liquidez. Ou seja, com a maior utilização de recursos de curto prazo, considerados pela doutrina financeira como menos onerosos, as empresas alimentícias estariam incorrendo em menores custos financeiros ao mesmo tempo em que convivendo com uma situação de liquidez debilitada, devido à inadequação financeira estabelecida. Cabe ressaltar que tal política financeira pode se tornar ainda pior, diante do fato de que, no Brasil, os recursos de curto prazo são normalmente mais onerosos.

Por outro lado, as empresas do setor de eletroeletrônicos apresentaram caracteristicamente uma estrutura e situação financeira do tipo insatisfatória, já que apresentavam capital de giro insuficiente para financiar as necessidades de capital de giro, resultando, assim, na utilização de recursos de curto prazo, basicamente para complementar essa diferença entre o CDG e a NCG. O reduzido grau de utilização de recursos de curto prazo para financiar as necessidades de capital de giro é evidenciado pela baixa relação T/NCG (termômetro da liquidez) apresentada pelas empresas do setor. Assim sendo, o CDG foi a principal fonte de recursos para bancar a NCG, tendo como principal componente o autofinanciamento.

Utilizando-se do capital de giro para financiar a maior parte de suas necessidades de capital de giro, as empresas do setor de eletroeletrônicos conseguiram empreender uma estratégia financeira defensiva, a qual implica na utilização de recursos estáveis para financiar parte da NCG variável, culminando em saldo de tesouraria negativo, na fase alta do ciclo de atividades, e positivo, na fase baixa do mesmo. Tal estratégia financeira traduz-se em uma maior liquidez às empresas, diante da utilização de recursos estáveis para aplicações de curto prazo. Com isso, incorre-se em maior custo de oportunidade aliado à menor expectativa de retorno.

Diante do exposto, pode-se dizer o seguinte com relação às hipóteses que permearam o desenvolvimento deste trabalho:

a) Foi **comprovada** a hipótese de que as empresas alimentícias e eletroeletrônicas apresentaram predomínio de necessidade de capital de giro positiva;

b) Foi **rejeitada** a hipótese de que o autofinanciamento constituiu-se na principal fonte de recursos utilizada pelas empresas alimentícias no financiamento de suas necessidades de capital de giro, já que as referidas empresas utilizaram-se primordialmente de recursos de curto prazo (tesouraria passiva);

c) Foi **rejeitada** a hipótese de que o autofinanciamento constituiu-se na principal fonte de recursos utilizada pelas empresas eletroeletrônicas no financiamento de suas necessidades de capital de giro, apesar de ter se constituído em um dos principais componentes do capital de giro;

d) Foi **comprovada** a hipótese de que as estratégias de financiamento utilizadas pelas empresas alimentícias e eletroeletrônicas são diferenciadas entre si. Entretanto, tal hipótese foi **rejeitada** no que se refere aos períodos pré e pós-Real, já que houve uma certa uniformidade quanto às estratégias financeiras utilizadas ao longo de todo o período analisado.

## 10- CONCLUSÃO

A análise financeira de empresas, apesar, obviamente, de algumas limitações, tem por objetivo a identificação de aspectos característicos da gestão empresarial, haja vista que o conjunto das decisões empreendidas no contexto organizacional tem como denominador comum o desempenho financeiro, evidenciado pelas demonstrações financeiras geradas pelo sistema contábil, a saber: balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício, demonstração das mutações do patrimônio líquido e demonstração das origens e aplicações de recursos.

Para a identificação dos aspectos característicos da *performance* empresarial, a análise financeira se utiliza, dentre outros, de uma série de indicadores de natureza econômico-financeira, os quais são mensurados a partir das demonstrações financeiras reclassificadas, correspondendo ao que se conhece como análise financeira de balanços ou análise financeira tradicional.

Sob o enfoque da análise financeira tradicional, o desempenho financeiro é analisado a partir de indicadores de liquidez, de atividade, de estrutura ou endividamento e de rentabilidade, com vistas a evidenciar os impactos da política e gestão financeira adotada em determinado período.

No que se refere especificamente aos aspectos da gestão do curto prazo, objeto de estudo deste trabalho, a análise financeira tradicional procura evidenciar a capacidade de solvência da empresa à luz dos indicadores de liquidez, quais sejam: corrente, seca, geral e imediata. Os referidos indicadores procuram, assim, refletir a capacidade da empresa para saldar suas exigibilidades no momento da análise, sob uma perspectiva estática, como se a empresa fosse realizar, naquele momento, todos os seus ativos e saldar todos os seus passivos, decretando sua própria descontinuidade.

Além de infringir o princípio da continuidade da atividade empresarial, a análise da liquidez refere-se ao conceito de capital circulante líquido (CCL) como sendo a expressão do equilíbrio financeiro. Assim, quando o CCL for positivo, pode-se dizer que a empresa encontra-se em situação de equilíbrio financeiro, onde esse se traduz em folga financeira, devido a existência de recursos estáveis (de longo prazo) financiando aplicações em capital de giro (curto prazo). Por outro lado, quando o CCL for negativo a empresa encontra-se em situação de desequilíbrio financeiro, devido a existência de recursos de curto prazo sendo utilizados para financiar aplicações de natureza permanente.

Entretanto, cabe ressaltar que a análise do desempenho financeiro de curto prazo, pautada nos indicadores de liquidez e no CCL não consegue evidenciar, com a devida clareza, as especificidades da gestão operacional das empresas, haja vista que para a mensuração dos referidos indicadores são considerados elementos decorrentes de diferentes níveis de gestão (estratégica, operacional e financeira).

Tomando-se como referência a liquidez corrente (ativo circulante/passivo circulante), por exemplo, pode-se perceber que em sua mensuração são considerados elementos de gestão operacional (clientes, estoques, etc), financeira (caixa, bancos, aplicações financeiras, etc) e estratégica (capital circulante líquido), o que dificulta, sobremaneira, uma avaliação do desempenho financeiro por área de gestão empresarial. Da mesma forma, a mensuração do CCL a partir da diferença entre os ativos e passivos circulantes e/ou entre os recursos de

longo prazo (ELP + REF + PL) e as aplicações de longo prazo (RLP + AP), não transmite a idéia de fonte de recursos para o financiamento do capital de giro, uma vez que, pela forma de mensuração, se apresenta como uma aplicação de recursos. Assim sendo, pode-se dizer que o maior inconveniente da análise financeira tradicional encontra-se na sistemática de mensuração dos indicadores, além do caráter predominantemente estático.

A partir dessas “limitações” da análise financeira tradicional, vem sendo cada vez mais utilizado o modelo dinâmico de gestão financeira de empresas - *Modelo Fleuriet* como instrumento de avaliação da estrutura e situação financeira das empresas, mediante mensuração de variáveis que melhor refletem o desempenho financeiro de empresas, quais sejam: capital de giro (CDG), necessidade de capital de giro (NCG) e saldo de tesouraria (T). As referidas variáveis são mensuradas a partir da reclassificação das demonstrações financeiras mediante relacionamento com os níveis de decisão que lhes deram origem.

Desse modo, as contas relacionadas ao ciclo operacional (ativos operacionais ou cíclicos) dão origem à variável necessidade de capital de giro (NCG), a qual, quando positiva revela uma **demanda de recursos** para o giro dos negócios e, quando negativa, uma fonte de recursos para aplicações. Assim sendo, a referida variável reflete a *performance* do conjunto de decisões relativas ao exercício da atividade produtiva, quais sejam manutenção de estoques, financiamento de clientes, etc. Trata-se de uma variável associada à dimensão do ciclo financeiro da empresa, bem como ao nível de atividade empreendido.

As contas referentes ao exercício da função estratégica (de longo prazo) proporcionam a mensuração da variável capital de giro (CDG), a qual se constitui, normalmente, em uma **fonte de recursos** para o financiamento das necessidades de capital de giro. Sua mensuração decorre da diferença entre os passivos permanentes (ELP + REF + PL) e ativos permanentes (RLP + AP), os quais são representativos do conjunto das decisões estratégicas da empresa.



Por fim, a variável saldo de tesouraria (T) reflete as decisões de natureza estritamente financeiras, decorrentes do desempenho do conjunto das decisões operacionais e estratégicas. Ou seja, quando o CDG é positivo e maior que a NCG, o saldo de tesouraria apresenta-se positivo, indicando uma aplicação de recursos em ativos financeiros, o que proporciona liquidez à empresa. Por outro lado, quando o CDG é positivo e menor que a NCG, o saldo de tesouraria apresenta-se negativo, devido a captação de recursos de curto prazo para financiar a proporção da NCG não coberta pelo CDG. Uma situação extrema ocorre quando o CDG é negativo. Nesse caso, o saldo de tesouraria negativo indica a utilização de recursos de curto prazo para sustentar aplicação em ativos permanentes. Sua mensuração pode ser também obtida pela diferença entre os ativos e passivos financeiros ou erráticos. A variável saldo de tesouraria reflete, assim, o nível de adequação da política e estratégia financeira utilizada por uma empresa, sendo, por isso, considerada por *Fleuriet* como o “barômetro financeiro da empresa”.

De forma semelhante ao CCL, o saldo de tesouraria é considerado como a expressão do equilíbrio financeiro. Ou seja, quando positivo revela uma situação de equilíbrio financeiro e, quando negativo, desequilíbrio financeiro. Tal abordagem continua com o mesmo vício do CCL na análise financeira tradicional.

A utilização das variáveis CDG, NCG e T como instrumento de análise da estrutura e situação financeira das empresas constitui-se na chamada análise financeira moderna ou funcional, a qual foi utilizada para a realização deste trabalho.

Assim sendo, com o desenvolvimento deste trabalho pôde-se perceber o poder informativo do *Modelo Fleuriet* como instrumento de gestão financeira de empresas, na medida em que esse proporcionou informações específicas no tocante aos níveis de gestão estratégica, operacional e financeira, através das variáveis características: capital de giro (CDG), necessidade de capital de giro (NCG) e saldo de tesouraria (T), respectivamente. Sem dúvida alguma, o referido modelo favorece, sobremaneira, o administrador financeiro na

análise dos impactos de suas decisões sobre o desempenho financeiro da empresa, bem como na tarefa de adequação de suas decisões em face de uma situação planejada.

Dessa forma, a análise do desempenho financeiro das empresas dos setores de alimentos e eletroeletrônicos proporcionou, mediante integração da NCG à DOAR, o conhecimento de especificidades dos níveis de gestão estratégica, operacional e financeira, permitindo configurar a estrutura e situação financeira característica de cada setor, bem como identificar as estratégias de financiamento das necessidades de capital de giro utilizadas nos períodos pré e pós-Real.

O procedimento de integração da NCG à DOAR é de fundamental importância para a identificação e análise integrada das políticas de investimentos e financiamentos de curto e longo prazos praticadas por uma empresa em determinado período, constituindo-se, assim, em enorme manancial de informações acerca da gestão organizacional.

Em termos acadêmicos, podemos concluir que esta dissertação contribui na medida em que intensifica a utilização do *Modelo Fleuriet* como instrumento de gestão financeira de empresas, em contraposição à análise tradicionalmente empreendida através dos indicadores de liquidez. Além disto, o presente trabalho suscita maiores discussões acerca de ambas abordagens financeiras, bem como quanto a utilização da variável NCG como instrumento de gestão do desempenho operacional das empresas que tanto almejam ganhos de produtividade, face ao ambiente globalizado que se instaurou no mundo atual.

Dentro desta perspectiva, podemos identificar os seguintes estudos que podem ser desenvolvidos a partir deste trabalho:

- a) Utilização da variável NCG como indicador do grau de eficiência do conjunto das decisões inerentes ao ciclo operacional;
- b) Avaliação da relação risco-retorno associada aos diferentes tipos de estratégias financeiras identificadas;

c) Identificação e proposição de procedimentos adequados para a mensuração da NCG permanente e variável.

Por fim, esperamos, com esta dissertação, ter contribuído para a identificação e análise das estratégias de financiamento utilizadas por uma empresa e seus impactos sobre sua estrutura e situação financeira, com vistas a auxiliar o administrador financeiro na tarefa de avaliação de suas decisões. Enfim, esperamos ter, no mínimo, despertado a atenção para o referido tema no contexto das finanças de empresas.

## **BIBLIOGRAFIA**

ANDREWS, Kenneth. *El concepto de la estrategia de la empresa*. Ed. EUSA, Pamplona, 1978.

ANSOFF, Igor H. *Estratégia empresarial*. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. Revisão técnica de Eduardo Vasconcelos e Jacques Marcovitch. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1977.

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1987.

ASSAF NETO, Alexandre, SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Administração do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 1995.

BRAGA, Roberto. *Fundamentos e técnicas de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1989.

\_\_\_\_\_. Análise avançada do capital de giro. São Paulo: *Caderno de Estudos*, São Paulo: FIPECAFI, n.3, setembro de 1991.

BRASIL, Haroldo Guimarães. *Endividamento e valor: um estudo do comportamento financeiro da firma*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1997. (Tese, Doutorado em Economia).

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

- BRASIL, Haroldo Vinagre, FLEURIET, Michael. *O planejamento financeiro das pequenas e médias empresas: um modelo integrado*. Belo Horizonte, Fundação Dom Cabral, 1979.
- BRASIL. Lei nº 6.404- de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. São Paulo: Atlas, 1991.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Princípios de finanças empresariais*. 3.ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1992.
- CALABI, A.S., REIS, C.D.I., LEVY, P.M. *Geração de poupança e estruturas de capital das empresas no Brasil*. São Paulo: FIPE/SP, 1979.
- CHIZZOTTI, Antonio. *Pesquisa em ciências humanas e sociais*. São Paulo: Cortez, 1991.
- DI AUGUSTINI, Carlos Alberto. *Capital de giro*. São Paulo: Atlas, 1996.
- DILEEP, R. Mehta. *Administração do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 1978. Série Fundamentos de Finanças.
- DOLABELLA, Maurício Melo. *Mensuração e simulação das necessidades de capital de giro e dos fluxos financeiros operacionais: um modelo de informação contábil para a gestão financeira*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 1995. (Dissertação, Mestrado em Contabilidade).
- ESTADO DE MINAS. Belo Horizonte, 29 de junho de 1997. *Economia*: Real 3 anos.
- EXAME. *Maiores e Melhores*. São Paulo: Abril, agosto de 1991 a 1996.
- FLEURIET, Michael, KEHDY, Ricardo, BLANC, Georges. *A dinâmica financeira das empresas brasileiras- um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1978.
- FLEURY, P. Fernando, ARKADER, Rebecca. Ameaças, oportunidades e mudanças: trajetórias de modernização industrial no Brasil. In: CASTRO, Antonio Barros de, POSSAS, Mario Luiz, PROENÇA, Adriano. *Estratégias empresariais na indústria brasileira: discutindo mudanças*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1996. p. 253-288.
- FOLHA DE S.PAULO. São Paulo, 29 de junho de 1997. *Dinheiro*: Três anos de Real. Segundo Caderno.

- FRANÇA, Júnia Lessa *et al.* *Manual para normalização de publicações técnico-científicas*. 3.ed. Belo Horizonte: Editora UFMG, 1996.
- FUSCO, José Paulo Alves. Necessidade de capital de giro e nível de vendas. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v.36, n.2, p.53-66, abr./maio/jun. de 1996.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1987.
- GLAT, M. *Rentabilidade e formas de financiamento das sociedades anônimas brasileiras: o endividamento das empresas*. Bolsa de Valores do Rio de Janeiro: 1979.
- GHERRIZE, M. Roberto. Origem e aplicação de fundos. *Revista de Administração de Empresas*. Rio de Janeiro, 11 (4): 47-52, out./dez. 1971.
- HAX, Arnoldo; MAJLUF, Nicolas. *Gestión de empresa con una visión estratégica*. Santiago: Ediciones Dolmen, 1996.
- HEATH, L.C. Is working capital really working? *Journal of Accountancy*. v.150, n.2, august, 1980.
- HOPP, João Carlos; LEITE, Hélio de Paula. O crepúsculo do lucro contábil. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, FGV, 28 (4): 55-63, out. 1988.
- HOPP, João Carlos, LEITE, Hélio de Paula. O mito da liquidez. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo: FGV, 29 (4): 63-69, out. 1989.
- IBMEC. SABE 4.0 para *Windows*. Manual do usuário.1995.
- IOB. *Um novo modelo de análise da demonstração de origens e aplicações de recursos*. Temática contábil e balanços. São Paulo: IOB, XXI (3): 24, jan., 1987.
- \_\_\_\_\_. *As necessidades de capital de giro a partir do ciclo operacional da empresa*. Temática Contábil e Balanços. São Paulo: Boletim 22, p.210-206, 1989.
- \_\_\_\_\_. *Capital de giro: natureza, financiamento e mensuração*. São Paulo: Temática Contábil e Balanços: Boletim 8/1997.
- KANITZ, Stephen C. Os grandes números. *Exame, Maiores e Melhores*. Agosto de 1991, 1992 e 1995.
- LORING, Jaime. *La gestión financiera*. Bilbao: Ediciones Deusto, 1995.

- MAILMANN, P., NOVAES, R. Endividamento, capitalização, lucratividade e fortalecimento da empresa privada. *Estudos ANPEC*. Rio de Janeiro, 1976.
- MARION, José Carlos. A comparação dos indicadores financeiros. *Revista de Administração*. São Paulo, v.18, n.2, p.85-89, abr./jun., 1983.
- MARQUES, J.A.V.C., BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro. *Revista de Administração de Empresas*, v.35, n.3, p.49-63, maio/jun. 1995.
- \_\_\_\_\_. Fundamentos conceituais da demonstração dos fluxos de caixa: significado, vantagens e limitações. Algumas evidências. *Caderno de Estudos*. São Paulo: FIPECAFI, v.8, n.14, p.30-43, julho/dezembro de 1996a.
- \_\_\_\_\_. Normas legais internacionais associadas às demonstrações de fluxos de capital circulante líquido e caixa. *Economia e Empresa*. São Paulo, v.3, n.4, p.64-76, out./dez. 1996b.
- MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1985.
- MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. São Paulo: Atlas, 1985.
- MAZZUCCA, Francisco Sylvio. Demonstrações de origens e aplicações de recursos: técnicas para a sua elaboração e tratamento da correção monetária. *Revista de Administração de Empresas*. Rio de Janeiro, 18 (1): 7-15, jan./mar. 1978.
- MELO, Alfredo Alves de Oliveira. *Autofinanciamento ou mercado de capitais: identificação de estratégias de empresas brasileiras no seu financiamento de seu desenvolvimento*. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 1994a. (Relatório de pesquisa).
- \_\_\_\_\_. Financiamento do crescimento de empresas brasileiras. *Anais da ANPAD*, XVIII, Curitiba, v.05, setembro de 1994b.
- \_\_\_\_\_. *A sociedade anônima brasileira face a alternativa de abrir ou fechar o capital*. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 1995. (Relatório de pesquisa).
- \_\_\_\_\_. *O estudo da relação risco-retorno em empresas brasileiras: análise no período de 1988 a 1995*. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG, 1997. (Tese, Professor Titular).
- MUNHOZ, Dércio Garcia. *Economia aplicada: técnicas de pesquisa e análise econômica*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1989.

- NEVES, João Carvalho das. *Análise financeira: métodos e técnicas*. Lisboa: Texto Editora, 1989.
- NESS, Walter Lee. *Endividamento das empresas brasileiras*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1980.
- OLINQUEVITCH, José Leônidas, SANTI FILHO, A. *Análise de balanços para controle gerencial*. São Paulo: Atlas, 1987.
- RELATÓRIO DA GAZETA MERCANTIL- *Dois anos de Real*. Rio de Janeiro, 1º de julho de 1996.
- SCHERR, F.C. *Modern working capital management: text and cases*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1989.
- SILVA, Antonio B. de Oliveira e *et al.* A economia nos anos 1990: perspectivas. *In: Fórum Nacional*. João Paulo dos Reis Velloso, coordenador. Estabilidade e Crescimento: os desafios do Real. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1994. p. 140-185.
- SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Contribuição ao estudo do capital de giro a partir do retorno sobre o ciclo financeiro*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 1996. (Tese, Doutorado em Contabilidade).
- SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- SMITH, K.V.(ed.) *Readings in the management of working capital*. 2. ed. St. Paul: West Publishing, 1980.
- VIGLIO, Eliana Conde Barroso Leite. Demanda continua elevada. *Conjuntura Econômica*. Edição especial- As 500 maiores empresas do Brasil. Rio de Janeiro: FGV, nº08, ano 49, p.36-39, agosto de 1995.
- WADDINGTON, A. *O endividamento das empresas brasileiras e suas causas*. Rio de Janeiro: ANBID- Associação Nacional dos Bancos de Investimento, 1977.