

Área Temática:

Finanças

Título do Trabalho:

Análise dinâmica do setor comercial nacional: uma aplicação do Modelo Fleuriet

Autores:

Roberto Brasileiro Paixão – UNIME

Adriano Leal Bruni – UNIFACS

Andrew Murray – Universidade Santa Cecília

Marcelo Garcia - UNIFACS

Resumo

Em uma realidade desfavorável, em termos econômicos, que apresenta restrições ao crédito, sobretudo de longo prazo, incertezas políticas, alta carga tributária, dentre outras características, a gestão empresarial, além de sua complexidade natural, se torna um desafio ainda maior. Sobretudo no setor comercial, estas conseqüências mostram-se bastante sensíveis aos resultados das empresas. Conciliar o fluxo de caixa, equilibrando o incremento das vendas, da lucratividade e rentabilidade, é uma tarefa árdua e que demanda por parte das organizações, controles gerenciais e estratégicos. Neste sentido, a gestão do Capital de Giro possui um importante papel, de forma a procurar minimizar os riscos inerentes às operações da empresa e garantir a estabilidade e perpetuidade do ciclo do negócio. Ferramentas e técnicas de análise eficientes e efetivas são de fundamental importância para controlar e planejar as ações financeiras, sejam de cunho operacional ou estratégico. A Análise Dinâmica do Capital de Giro surge, então, com o intuito de prover aos gestores, informações financeiras acerca da estrutura de financiamento da organização, sua liquidez e suas gestão efetiva de caixa. O presente estudo, então, demonstra as mais diferentes técnicas de análise dinâmica financeira, através de pesquisa direcionada ao setor comercial nacional.

Palavras Chave: Análise Dinâmica, Capital de Giro e Fluxo de Caixa.

Abstract

In an unfavorable environment, at least in economic terms, that presents credits restrictions, over all at long terms, uncertainty of politic issues, management, beyond its owns challenges, become an even harder activity. In commercial segment, companies' results, shows very tendency to those consequences. Conciliate cash flow, balancing profits to sales increases, demands operational and strategic controls. Under these conditions, the administration of the flow capital has an important participation, searching to minimize the several risks inherent to the companies operations, in a way to guarantee the stability and perpetuation of the business cycle. Effective and efficient analysis techniques are fundamental to the manager, plan and control financials actions. The Dynamic Analysis of Flow Capital appears planning to provide managers, of financials information about capital structure, cash flow and flow capital management. The present study will demonstrate the different Dynamic Analysis techniques, through research in the national commercial segment.

Key words: Dynamic Analysis, Flow Capital and Cash Flow.

Análise dinâmica do setor comercial nacional: uma aplicação do Modelo Fleuriet

1. Introdução

Este trabalho tem como objetivo transmitir, sob um enfoque prático e dinâmico, as principais técnicas relacionadas à administração do capital de giro, e as conseqüências dos níveis de rentabilidade e lucratividade das empresas em relação à gestão desta importante aplicação de recursos, sobretudo àquelas que pertencem ao segmento comércio.

De acordo com pesquisa sobre fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil, realizada pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), em Agosto de 2004, os empresários apontam como a primeira causa para o fechamento de empresas a falta de Capital de Giro. Mais especificamente, em relação ao desequilíbrio entre as entradas e saídas de recursos, ou seja, o Fluxo de Caixa.

A mesma pesquisa, relata que dentre os setores que apresentam os maiores índices de fechamento são de comércio e serviços. No período referente à pesquisa, ou seja, os anos de 2000, 2001 e 2002, dentre as empresa que fecharam, 51% pertenciam ao comércio, 46% à prestação de serviços e apenas 3% fazia parte do setor industrial.

Sendo assim, o Problema de Pesquisa do estudo em questão é: Qual o posicionamento das empresas do setor comercial nacional em relação à gestão do Capital de Giro e qual a associação entre a rentabilidade e lucratividade das mesmas com a eficiência na gestão do Saldo em Tesouraria?

O presente trabalho objetiva, através da comparação de índices diversos, traçar um perfil do setor comercial, abordando de maneira ilustrativa a importância da gestão do Capital Circulante.

O artigo está organizado em cinco parte. Na “Introdução” é apresentada a discussão inicial sobre o tema, a contextualização da pesquisa, a apresentação do problema e o objetivo principal. Na parte 2, “Referencial Teórico”, é apresentada a revisão bibliográfica da teoria que engloba o assunto. Na parte 3, “Metodologia”, é apresentada a modelagem metodológica da pesquisa. Na parte 4, “Análise do Resultados”, são apresentados os resultados e a análise dos índices. Por fim, na parte 5 são apresentadas as considerações finais.

2. Referencial Teórico

Inicialmente, de forma simplificada, pode-se dizer que Capital de Giro, ou Capital Circulante, são os recursos de uma determinada organização que possuem natureza de curto prazo. Entende-se curto prazo, os Ativos de uma empresa que, no período máximo de doze meses são transformados em dinheiro, consumidos ou vendidos e, por outro lado, os Passivos que são exigidos dentro deste mesmo espaço de tempo.

Desta forma, é correto mencionar, conforme Augustini, (1999, p. 23), que a característica dominante dos recursos que totalizam o capital de giro é o curto espaço de tempo em que estes mesmos recursos são transformados em outros ativos. Ou seja, estoques transformam-se em contas a receber que, por sua vez, transforma-se em disponível que é utilizado para a compra de matéria-prima e assim por diante.

Sendo assim, o tempo é o grande determinante do Capital de Giro de uma organização. O nível de investimento necessário para a manutenção da solvência de uma empresa está intimamente interligado ao desequilíbrio temporal entre os elementos que compõem o Capital Circulante. Segundo Assaf Neto e Silva (2002, p. 15), caso não houvesse uma disparidade entre os prazos das contas do Ativo Circulante da empresa, em outras

palavras, os mesmos ocorressem de forma sincronizada, não haveria a necessidade de se manter estes recursos de curto prazo.

É esta disparidade temporal que faz com que a gestão do Capital de Giro seja de real importância à administração de qualquer negócio. Desta forma, necessário se faz o controle e acompanhamento das evoluções nos níveis destes recursos, bem como a análise dos motivos pelos quais ocorrem tais evoluções.

Em suma, o Ativo Circulante Fixo, de acordo com Assaf Neto (2003, p. 468), é constituído por aplicações de recursos em giro que se repetem de maneira cíclica, não apresentando modificações relevantes ao longo do tempo. Por outro lado, a parte sazonal do Ativo Circulante se configura por oscilações periódicas, de maneira a atender flutuações no ritmo de atividade da organização.

A administração do Capital de Giro, a reboque da divisão supramencionada, preocupa-se com duas questões básicas: (1) Quanto deveria ser investido nas contas do Ativo Circulante; e (2) Como estas aplicações de curto prazo deveriam ser financiadas (VIEIRA, 2005, p. 32).

Assaf Neto (2003, p. 452) definiu Capital de Giro Líquido, o CCL, como sendo a diferença entre as aplicações de recursos de curto prazo e as fontes de recursos também de curto prazo. Por outro lado, Brasil e Brasil (2002, p. 50) salienta que o CCL também pode ser obtido pela diferença entre o Patrimônio Líquido e o Exigível a Longo Prazo com o Ativo Permanente e o Realizável a longo prazo.

Sob a primeira interpretação, Iudícibus (2000, p. 54) afirma que o CCL demonstra a parte, ou, o quanto que o Ativo Circulante está comprometido com as obrigações de curto prazo. No entanto, sob a ótica da segunda interpretação, o CCL representa a parcela de recursos de longo prazo que financia os investimentos em capital de giro. Neste aspecto, questões ligadas a decisões estratégicas como investimentos em Ativos Imobilizados, rentabilidade dos ativos, fontes de financiamento de longo prazo, são colocadas em destaque, fazendo com que a configuração do Capital de Giro Circulante se torne em uma análise muito mais ampla e complexa.

Tendo em vista a configuração de um Balanço Patrimonial, o CCL pode se apresentar sob três formas: Negativo; Nulo; e Positivo. A forma pela qual a empresa financiou suas operações e a rentabilidade destas aplicações determina a maneira pela qual o Capital de Giro Líquido será definido.

Ainda em relação ao Capital de Giro Líquido, existe um desdobramento de sua fórmula inicial que gera um outro importante indicador, o Capital de Giro Próprio, ou, CGP (ASSAF NETO, 2003, p. 454). Enquanto que para o cálculo do CCL se utilizavam todas as fontes de longo prazo subtraindo-se de todas as aplicações também de longo prazo, no CGP, as fontes de longo prazo utilizadas para o cálculo deverão ser aquelas que pertencerem exclusivamente à empresa, ou pelo menos aos seus acionistas, ou seja, o Patrimônio Líquido. Este indicador demonstra o volume de recursos próprios que a empresa possui aplicado em seu Ativo Circulante (Capital de Giro), daí a denominação de Capital de Giro próprio.

A análise entre os ativos de curto prazo e os passivos de curto prazo é chamada de análise de liquidez. Existem muitas formas de mensurar o grau de liquidez em que uma empresa se encontra. Dentre essas metodologias, pode-se mencionar a análise de liquidez estática que, segundo Assaf Neto (2002, p. 171), indica a posição financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos e obrigações, seja para com terceiros ou os acionistas.

A análise do resultado, ou seja, do quociente obtido, quando maior que zero, significa o número de vezes que a estrutura financeira da empresa é capaz de cobrir as despesas financeiras.

Como a própria denominação da análise estática menciona, estes quocientes não levam em consideração o montante e a época em que ocorrerão os desembolsos, mas apenas

posicionam a liquidez da organização em determinado momento (ASSAF NETO. 2003. p 107). A análise se dá de forma a perceber a empresa como uma atividade finita, sem considerar que a mesma seguirá seus ciclos operacionais continuamente.

A análise financeira dinâmica das empresas tem como base principal a consideração de um importante fator para qualquer tipo de organização, o tempo. Segundo Brasil e Brasil (2002, p. 17), o tempo é o mais importante dos insumos.

Durante a consecução das atividades normais das empresas, ou seja, de seu Ciclo Operacional, as mesmas realizam aplicações que tem por objetivo apoiar à continuidade deste ciclo. Essas aplicações caracterizam-se por fazerem parte das operações da empresa, sendo assim, denominadas de cíclicas ou operacionais. Por outro lado, existem aplicações e/ ou fontes de recursos que se caracterizam por não possuir ligação direta com a operacionalização da organização, apesar de se apresentarem em curtos prazos. Estas contas, normalmente de caráter financeiro, então, são denominadas de Erráticas ou Táticas. Por fim, existem ainda aquelas contas de natureza de longo prazo, denominadas de Estratégicas (VIEIRA, 2005, p. 72).

Tendo em vista as nomenclaturas supramencionadas e, de acordo com Brasil e Brasil (2002, p. 5), um dos pré-requisitos para a compreensão e elaboração de uma análise financeira com foco na dinâmica das organizações e em sua liquidez, é que se observe o Balanço Patrimonial e suas contas de uma maneira um pouco diferente.

Para Fleuriet (2003, p. 7), as contas do Balanço Patrimonial devem ser classificadas de acordo com a realidade dinâmica das empresas, agrupando-as conforme os ciclos da mesma.

Sob este enfoque, Brasil e Brasil (2002, p. 05) afirmam que deve-se discriminar as contas contábeis em três grandes grupos: Operacional ou Cíclico (que guardam relações diretas com a operação da empresa); Financeiro ou Tático (que possuem características de cunho financeiro); e Estratégico (que possuem características de investimentos e fontes de longo prazo.

É importante mencionar que a nova classificação das contas do balanço dependerá da estrutura contábil da empresa, de seu processo produtivo, de sua área de atuação, dentre outras características. Isso faz com que o analista interno tenha algumas vantagens sobre o externo, em termos de precisão na classificação das contas contábeis (BRASIL e BRASIL, 2002, p. 6). Por outro lado, pode-se dizer que existe uma generalização quanto a esta classificação, de acordo com o modelo proposto por Fleuriet (2003, p. 27):

Sob o enfoque dinâmico o CCL pode ser definido como sendo o Passivo Estratégico menos o Ativo Estratégico (FLEURIET, 2003, p. 11):

O Ciclo de Caixa, ou seja, o período compreendido entre o pagamento da matéria prima e o recebimento da venda faz com que haja uma necessidade permanente de aplicação de recursos no curto prazo, denominada de Necessidade de Capital de Giro (NCG), Investimento Operacional em Giro (IOG) ou Necessidade de Investimento em Giro (NIG) (FLEURIET, 2003, p. 7).

Seguindo ainda o conceito do Ciclo de Caixa, Vieira (2005, p. 78) assevera que o próprio desenvolvimento das operações de uma empresa provoca o surgimento de aplicações e fontes de ordem operacional. Quando as aplicações cíclicas superam as fontes da mesma natureza, surge um superávit em investimentos operacionais. A este superávit, denominou-se de Necessidade de Capital de Giro.

A metodologia de cálculo da NCG é bastante simples, bastando subtrair as aplicações operacionais pelas fontes operacionais, ou seja, o Ativo Operacional do Passivo Operacional.

A análise dinâmica percebe a empresa como um organismo vivo que deseja, infinitamente, manter suas operações comerciais (BRASIL e BRASIL, 2002, p. 1). Desta

forma, a mensuração da liquidez de uma organização utilizando-se apenas do conceito do CCL não é suficiente. É necessário comparar a capacidade que a empresa possui em gerar recursos com a necessidade de recursos que suas operações demandam, em outras palavras, comparar o CCL com a NCG.

A diferença entre o Capital de Giro (fonte de recurso) e a Necessidade de Capital de Giro (aplicação de recurso) determina o Saldo em Tesouraria (SILVA, 2001, p. 371). O Saldo de Tesouraria corresponde ao CCL subtraído da NCG.

Através do agrupamento dos três principais indicadores que constituem o alicerce para a análise financeira de uma empresa sob o enfoque dinâmico (CCL, NCG e ST), pode-se chegar aos seis modelos de balanços apresentados por Fleuriet (2003, p. 15).

As empresas com modelo de balanço caracterizado como tipo I apresentam: $CCL < 0$; $NCG > 0$; e $ST < 0$. Esta estrutura financeira é desequilibrada, não apresentando liquidez. Além de possuir necessidade positiva de capital de giro, o CCL da organização encontra-se negativo. A situação de uma empresa neste modelo é preocupante, pois toda estrutura que apresenta um Ciclo Operacional positivo, apresenta uma NCG proporcional ao crescimento ou diminuição das vendas, ou seja, aumento de vendas faz com que haja um aumento em IOG e vice-versa (BRASIL e BRASIL, 2002, p. 33). Desta forma, incrementar vendas para melhorar resultados pode ser uma alternativa arriscada. A necessidade por recursos de terceiros de curto prazo é explícita, fazendo com que haja uma contínua procura por empréstimos onerosos que, por sua vez, deteriora as margens de rentabilidade. Corresponde a uma estrutura com alto risco de falência.

As empresas com modelo de balanço caracterizado como tipo II apresentam: $CCL < 0$; $NCG < 0$; e $ST < 0$. Neste tipo, os recursos originários da Necessidade de Capital de Giro negativa (fonte de recursos), adicionados às fontes erráticas de recursos ($ST < 0$), financiam o Capital de Giro Líquido Negativo. O risco à empresa é bastante grande, devido à dependência da mesma quanto à fonte de recurso originada pelo Ciclo de Caixa negativo. Mudanças na conjuntura econômica e/ ou no segmento explorado podem trazer conseqüências desastrosas à empresa (VIEIRA, 2005, p. 109).

As empresas com modelo de balanço caracterizado como tipo III apresentam: $CCL < 0$; $NCG < 0$; e $ST > 0$. Da mesma forma que o tipo anterior, a NCG negativa passa a ser uma fonte de recurso. Apesar da empresa financiar seu Ativo permanente através de fontes de curto prazo, o ganho da mesma em seu ciclo de caixa negativo é suficiente para financiar este saldo negativo em CCL, gerando um Saldo em Tesouraria positivo. Os riscos inerentes a este modelo referem-se à total dependência da eficácia na gestão do ciclo de caixa (VIEIRA, 2005, p. 109).

As empresas com modelo de balanço caracterizado como tipo IV apresentam: $CCL > 0$; $NCG > 0$; e $ST < 0$. Neste tipo de configuração do Balanço Patrimonial, o Saldo de Tesouraria da empresa deixa de se configurar como uma aplicação de recursos (Ativo), e passa a ser uma fonte de financiamento (Passivo) dos investimentos operacionais em giro (BRASIL e BRASIL, 2002, p. 32). Empresas que se encontram nesta situação, normalmente, necessitam de financiamentos oriundos do mercado financeiro a fim de equilibrar seu Ciclo Financeiro. Isso ocorre porque, apesar de possuir uma liquidez aparente, CCL maior que zero, a organização não gera recursos suficientes para financiar toda a Necessidade de Capital de Giro. Normalmente as empresas acabam por se tornar mais dependentes de empréstimos de curto prazo (ASSAF NETO, 2002, p. 198).

As empresas com modelo de balanço caracterizado como tipo V apresentam: $CCL > 0$; $NCG > 0$; e $ST > 0$. Trata-se de uma estrutura de baixo risco, pois apresenta uma certa folga financeira, devido a uma maior geração de recursos operacionais em relação a sua demanda, conseqüentemente resultando em um Saldo em Tesouraria positivo (ASSAF NETO, 2002, p. 196). Para essas estruturas, o crescimento das vendas, seja inflacionário e/ ou real,

provoca, invariavelmente um aumento na Necessidade de Capital de Giro, pois o Ciclo Financeiro da empresa é positivo (BRASIL E BRASIL, 2002, p. 32). Neste aspecto, o acompanhamento das variações no CCL e na NCG se faz necessário.

E, por último, as empresas com modelo de balanço caracterizado como tipo VI apresentam: $CCL > 0$; $NCG < 0$; e $ST > 0$. Empresas que se configuram neste caso, não apresentam um Ciclo Financeiro positivo, ou seja, a organização recebe por suas vendas antes de pagar por seus custos. Atualmente esse modelo é raro, aplicando-se, em poucos casos, a supermercados (FLEURIET, 2003, p. 16). A situação financeira da empresa é favorável, pois além de apresentar liquidez, não necessita de aplicações permanentes em Capital de Giro, o que determina uma folga financeira. O risco apresentado por empresas nesta situação é o perigo de uma brusca redução nas vendas, pois, desta forma, a tendência é que haja uma variação maior na NCG do que no CCL, tendo como consequência variações negativas no ST (FLEURIET, 2003, p. 18).

Uma das maneiras de controlar os níveis da Necessidade de Capital de Giro de uma empresa ao longo de determinado período de tempo, encontra-se na elaboração do Fluxo de Caixa Operacional. O FCO é o elo de ligação entre a nova classificação funcional do Balanço Patrimonial e o Demonstrativo de Resultados do exercício (BRASIL e BRASIL, 2002, p. 21).

De uma maneira geral, pode-se dizer que o FCO é obtido pela diferença entre as entradas operacionais pelas saídas operacionais (BRASIL e BRASIL, 2003, p. 21).

O Fluxo de Caixa Operacional, retrata as entradas e saídas de caixa relacionadas diretamente com a operação da empresa. Tendo, então, o Lucro Bruto Operacional como o resultado contábil que mais se aproxima a esse conceito, pode-se acrescentar o elo de ligação entre o Demonstrativo de Resultado e Balanço, através da NCG (BRASIL e BRASIL, 2002, p. 23).

A diferença entre as saídas e entradas operacionais em dois períodos destinos, nada mais é do que a variação na NCG neste mesmo período. Logo, corresponde ao lucro bruto operacional subtraído da variação da necessidade de capital de giro.

Esta medida é importante, pois através da utilização exclusiva das contas cíclicas, permite visualizar o desempenho da empresa frente suas operações e sua administração do ciclo financeiro (VIEIRA, 2005, p. 184).

Afora a necessidade de averiguar o desenvolvimento do nível nos Investimentos Operacionais em Giro, um outro importante indicador para verificar a saúde financeira da empresa é conhecido como Autofinanciamento.

Segundo Fleuriet (2003, p. 18), o Autofinanciamento pode ser comparado ao motor da empresa, pois é a parcela de recursos livres, gerada pela mesma, capaz de financiar os investimentos e às adaptações necessárias para manter o crescimento equilibrado das operações da organização em um ambiente de concorrência.

Visualizando as características de cada uma das operações realizadas pelas empresas e, aliando estas características ao conceito de Autofinanciamento tem-se que o Autofinanciamento corresponde ao LBO menos as operações de Repartição. Estas últimas são as realizações de pagamentos e o recebimento de receitas que não fazem parte do Ciclo Operacional.

Isso indica que, quando o Lucro Operacional exceder às operações de repartição, a empresa obtém recursos internos para financiar suas operações de investimento (FLEURIET, 2003, p. 23). É neste ponto que se concentra a importância do controle e acompanhamento deste índice. Para Fleuriet (2003, p. 26), a fim de garantir o equilíbrio financeiro de uma empresa, a mesma deve controlar o aumento do Capital de Giro Líquido em função do aumento da Necessidade de Capital de Giro, evitando Saldos em Tesouraria Negativos. O autofinanciamento, então, funciona como um moderador do nível de investimento que a

empresa pode realizar, evitando aplicações excessivas a longo prazo, em outras palavras, evitando diminuições do CGL desproporcionais aos níveis do Autofinanciamento ou da NCG.

Empresas que possuem objetivos de crescimento não podem negligenciar a existência do Autofinanciamento. Situações que demonstram insuficiências neste aspecto representam uma maior necessidade pela utilização de recursos de terceiros para financiar a expansão desejada. O Autofinanciamento é um fator essencial para o crescimento do Capital de Giro (VIEIRA, 2005, p. 187).

Ao relacionar o CCL com a NCG, conforme demonstrado anteriormente, obtém-se o valor do Saldo em Tesouraria. Este índice demonstra, então, a folga financeira que uma empresa obteve através de suas operações, fornecendo uma importante informação acerca da liquidez da organização.

Uma das preocupações dos gestores deve ser o de acompanhar os níveis dos saldos em tesouraria, a fim de manter uma estrutura financeira adequada (FLEURIET, 2003, p. 37). Isso porque a presença de saldos negativos demonstra que a empresa necessita de empréstimos onerosos, seja de bancos ou de qualquer outra instituição financeira. Além de incorrer com os custos financeiros da operação, a necessidade destes recursos de terceiros é agravada quando, por motivos diversos, os agentes financeiros não renovam estes empréstimos.

Quando uma empresa, ao longo de consecutivos exercícios, apresenta saldos em tesouraria negativos, ou seja, as variações em CCL forem inferiores às variações em NCG, ocorre o que se denomina de Efeito Tesoura (SILVA, 2001, p. 393).

Segundo Feluriet (2003, p. 38), o Efeito Tesoura ocorre, principalmente, quando as vendas da empresa crescem a taxas elevadas e a relação entre o quociente NCG sobre vendas é mais elevada do que o Autofinanciamento sobre vendas. Logo:

$$\frac{\Delta \text{NCG}}{\text{Vendas}} > \frac{\text{Autofinanciamento}}{\text{Vendas}} = \text{Tendência ao Efeito Tesoura} \quad \text{Equação 1}$$

De maneira mais descritiva, Silva (2001, p. 393), descreve outras razões que, apesar de estarem contidas no conceito apresentado, podem fazer com que a empresa entre no Efeito Tesoura, como: (a) Elevado Ciclo Financeiro; (b) Alto nível de imobilização; e (c) Apresentação de prejuízos operacionais.

De maneira um pouco mais analítica, Vieira (2005, p. 123) demonstra oito situações que podem fazer com que a empresa entre no Efeito Tesoura, sendo: (a) Crescimento muito elevado de vendas; (b) Investimentos elevados com retornos a longo prazo; (c) Crescimento expressivo no ciclo financeiro; (d) Baixa geração de lucros; (e) Investimentos com baixos retornos; (f) Inflação elevada; (g) Distribuição de resultados elevada com alto percentual de dividendos; e (h) Redução das vendas.

Existem diversos modelos matemáticos que procuram definir, através da adoção de algumas premissas, o nível máximo que uma empresa pode apresentar de crescimento em suas vendas. Apesar de simples e de fácil aplicabilidade, esta abordagem pela análise de taxas limites de crescimento é estática no que se refere às escolhas das premissas pois, ao longo de certo período, estas premissas podem sofrer grandes alterações, além de que, a busca pela viabilização de um maior crescimento é tida como prioritária em detrimento ao respeito pelas taxas calculadas (VIEIRA, 2005, p. 253).

Sendo assim, pode-se dizer que, com a finalidade de manter o crescimento da empresa de forma a não implicar em alterações negativas em sua estrutura financeira e de Capital de Giro, existem duas forma básicas de planejamento (VIEIRA, 2005, p. 253): (a) Identificação de taxas limites de crescimento; (b) Identificação de estruturas que permitam que a empresa supere os limites de crescimento.

De maneira geral, independente de qualquer outra coisa, para Fleuriot (2003, p. 38), a fim de manter o equilíbrio do Saldo em Tesouraria e assim, evitar o efeito tesoura, a regra básica é que o crescimento da Necessidade de Capital de giro em relação às vendas não seja superior à taxa de Autofinanciamento da empresa.

$$\frac{\Delta \text{NCG}}{\text{Vendas}} < \frac{\text{Autofinanciamento}}{\text{Vendas}} \quad \text{Equação 2}$$

Apesar de se apresentar como uma regra básica, o modelo supracitado, apresenta uma taxa de crescimento para a empresa, tendo como premissa de que existem apenas as fontes geradas pelo Autofinanciamento e que nenhuma outra aplicação/ investimento que não àquelas relacionada ao Ciclo Financeiro será realizada. Neste contexto, Vieira (2005, p. 266) apresenta outros modelos complementares que permitem aumentar o n.º de variáveis para o cálculo do crescimento máximo.

Um destes modelos permite calcular o crescimento máximo de uma organização, sem que haja alteração no nível do Saldo em Tesouraria, tendo como variáveis o aumento das vendas, do ciclo financeiro, de outros investimentos e de outras fontes de recursos.

$$\text{Taxa de crescimento} = \frac{(C1 - C2 - \text{Aut})}{(\text{Aut} - C2)} - \frac{\text{Outras F} - \text{Outras A}}{V1(\text{Aut} - C2)} \quad \text{Equação 3}$$

Onde: C1 corresponde ao Ciclo Financeiro Atual (NCG/ VDS); C2 ao Ciclo Financeiro Modificado; Aut à Taxa de Autofinanciamento (Autofinanciamento/ vendas); Outras F correspondem às Outras Fontes; Outras A às Outras Aplicações.

Seja qual for o modelo utilizado, a valia da elaboração desta análise é a oportunidade que é gerada para a formulação de um planejamento mais consistente, antecipando dificuldades, oferecendo aos analistas mais informações possibilitando a tomada de decisões de maneira mais sólida.

A análise financeira através dos índices de lucratividade e de rentabilidade, busca demonstrar o retorno proporcionado pelas vendas, pela utilização do Ativo e pela utilização do capital próprio (GITMAN, 1997, p. 120). É uma maneira de visualizar algum tipo de resultado da empresa – líquido, operacional, bruto – em confronto com o faturamento, com o montante investido em Ativo e com o valor aplicado pelos sócios.

Dentre as inúmeras formas de se avaliar a rentabilidade de uma organização, pode-se destacar, a Margem Bruta, a Margem Operacional, a Margem Líquida, o Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre Investimento e o Retorno do Patrimônio Líquido.

A margem de lucro sobre vendas indica o quanto, em termos percentuais, a empresa obtém para cada unidade monetária de venda (MATARAZO, 1998, p. 183). Para seu cálculo, podem ser utilizados os diversos tipos de lucro obtidos pela empresa (líquido, operacional, bruto).

O Retorno sobre o Ativo (ROA) é uma medida que quantifica o resultado que o investimento em Ativo proporcionou à empresa. Em sua metodologia, o Lucro utilizado é o Operacional, antes das Despesas Financeiras. Sendo assim, este índice indica se as aplicações da organização estão gerando resultados superiores, ou não, aos custos das dívidas onerosas da mesma (KASSAI, 1999, p. 158). Para Assaf Neto (2003, p. 113) o ROA pode ser interpretado como um limite em relação à captação de recursos financeiros para financiar suas atividades, já que, toda vez que o custo destas dívidas forem superior ao Retorno do Ativo, a empresa estará sendo remunerada a taxas inferiores às cobradas pelos credores.

O Retorno sobre Capital Próprio (ROE) indica o retorno obtido pelos investimentos realizados pelos cotistas da empresa (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2002, p. 86). Desta forma, sua metodologia de cálculo utiliza-se da parcela do lucro que é de direito do acionista, ou seja, o Lucro Líquido após o Imposto de Renda e, por outro lado, os investimentos realizados pelos proprietários da companhia, o Patrimônio Líquido.

O Retorno sobre o investimento é, de acordo com Assaf Neto (2003, p. 113), uma alternativa ao cálculo do ROA. Sabendo-se que o Retorno do Ativo envolve todas as aplicações realizadas pela empresa, o ROI, em sua metodologia, utiliza-se apenas da parcela do Ativo levantado unicamente pela empresa, aqui classificado como investimento. O montante deste *investimento* é obtido através do Ativo Total excluído o Passivo de Funcionamento que, para Kassai (1999, p. 158) equivale às obrigações não-onerosas da empresa, tais como Fornecedores, impostos, salários, dividendos a pagar, contas a pagar, dentre outras que, por si só, não geram encargos financeiros.

3. Metodologia

O presente estudo, a fim de elucidar o problema de pesquisa apresentado, possui como metodologia a comparação dos indicadores de liquidez e rentabilidade, previamente apresentados, de diferentes empresas do segmento proposto.

Os critérios de seleção dos dados coletados levaram em consideração a natureza da proposta do estudo, seu tema e seu problema de pesquisa, a disponibilidade de informações e a padronização dos elementos contábeis. Sendo assim, foram coletados os dados de empresas do segmento comércio, que atuam no território brasileiro e que publiquem seus Balanços Patrimoniais, bem como suas outras peças contábeis, na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Com a finalidade de melhor analisar a situação contábil/ financeira de cada empresa presente neste estudo, foram utilizados os demonstrativos dos três últimos exercícios fiscais, ou seja, as peças contábeis de trinta e um de dezembro dos anos de 2002, 2003 e 2004.

Razão Social	Área de Atuação	Segmento	Situação	Controle
Bompreço Bahia SA	Comércio varejista	Supermercados	operacional	Nacional
Marisol SA	Comércio varejista	Vestuário	operacional	Nacional
Lojas Americanas SA	Comércio varejista	Departamentos	operacional	Nacional
Lojas Hering SA	Comércio varejista	Vestuário	operacional	Nacional
Lojas Renner SA	Comércio varejista	Departamentos	operacional	Nacional
Cia Brasileira de Distribuição SA	Comércio varejista	Supermercados	operacional	Nacional
Distribuidora Ipiranga SA	Comércio varejista e Atacadista	Combustíveis	operacional	Nacional
Dimed SA Distribuidora de Medicamentos	Comércio varejista e Atacadista	Medicamentos	operacional	Nacional
Drogasil SA	Comércio varejista e Atacadista	Medicamentos	operacional	Nacional
Natura	Comércio varejista e Atacadista	Medicamentos	operacional	Nacional

Quadro 1: Classificação das empresas objeto de análise.

Fonte: elaborado pelos autores.

Em seguida, foi elaborada a tabulação destes dados, a fim de se obter o cálculo de cada um dos itens apresentados.

Indicador	Descrição	Análise
CDG	Capital de Giro Líquido	Capital de Giro

NCG	Necessidade de Capital de Giro	Capital de Giro
ST	Saldo em Tesouraria	Capital de Giro
Margem	Margem de Lucro	Rentabilidade Contábil
ROA	Retorno Sobre o Ativo	Rentabilidade Contábil
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Rentabilidade Contábil
ROI	Retorno sobre o investimento	Rentabilidade Contábil
FCO	Fluxo de Caixa Operacional	Fluxo de caixa
LI	Liquidez Imediata	Liquidez
LS	Liquidez seca	Liquidez
LC	Liquidez Corrente	Liquidez

Quadro 2: Indicadores e índices para análise.

Fonte: elaborado pelos autores.

Para a obtenção de cada um dos indicadores supramencionados, foi feita a reclassificação das rubricas contábeis de cada uma das empresas objeto desta análise, a fim de obter classificação sob o enfoque dinâmico.

As médias de cada indicador e elemento contábil, foram realizadas de forma ponderada, tendo como base de ponderação a Receita Operacional Líquida.

Para o cálculo da Rentabilidade do Ativo e das margens operacionais, foi utilizado lucro operacional, excluindo-se os efeitos das despesas e receitas financeiras.

4. Análise dos dados

Em relação à estruturação do Balanço Patrimonial, frente à composição dos três principais indicadores da Análise Dinâmica (o Capital de Giro, a Necessidade de Capital de giro e o Saldo em Tesouraria), durante todo o período da análise, observa-se uma preponderância pela estruturação do Balanço Patrimonial Dinâmico do Tipo IV. Conforme mencionado, este modelo caracteriza-se por apresentar Ciclo Financeiro positivo, demandando recursos de capital de giro que são financiados por uma composição de recursos de longo e curto prazo.

A segunda estrutura mais observada na amostra em questão é a do Balanço Patrimonial do Tipo V. A única diferença entre estas duas estruturas, IV e V, refere-se apenas a respeito do Saldo em Tesouraria. Enquanto no modelo IV o mesmo apresenta-se negativo (fonte de recurso), no modelo V demonstra-se positivo (aplicação de recurso).

A evolução durante o período analisado demonstra que, além destas duas estruturas serem as mais vigentes em todos os anos, as mesmas, em detrimento do decréscimo dos demais modelos, obtiveram um certo crescimento.

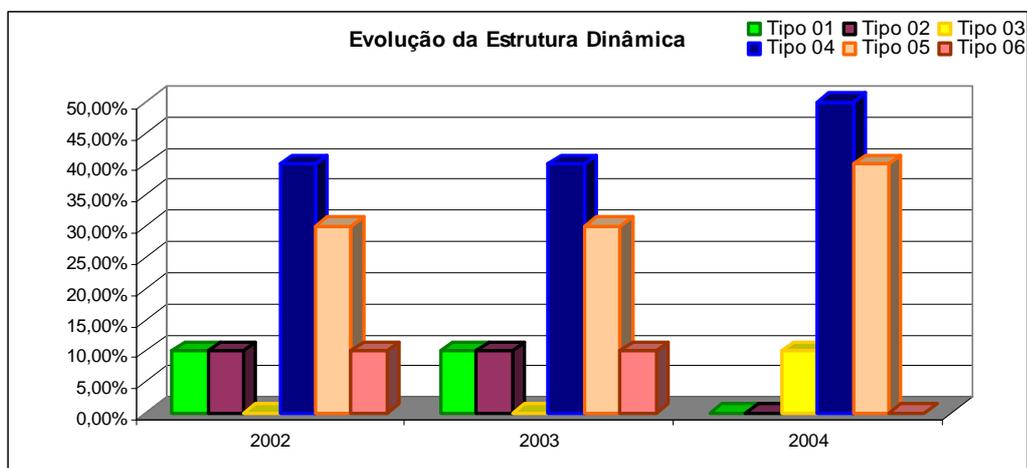


Figura 1: Evolução da Estrutura Dinâmica

Fonte: elaborado pelos autores.

A evolução dos modelos IV e V é comprovado pela figura 2, apresentando a evolução da média ponderada de cada um dos indicadores nos três anos em questão. Observa-se o aumento do Capital de Giro e, conseqüentemente, o aumento do Saldo em Tesouraria. A presença do Tipo III em 2004 é demonstrada pela curva em declive da NCG, a ponto de apresentar empresas com Ciclo Financeiro negativo e, por outro lado, Capital de giro positivo.

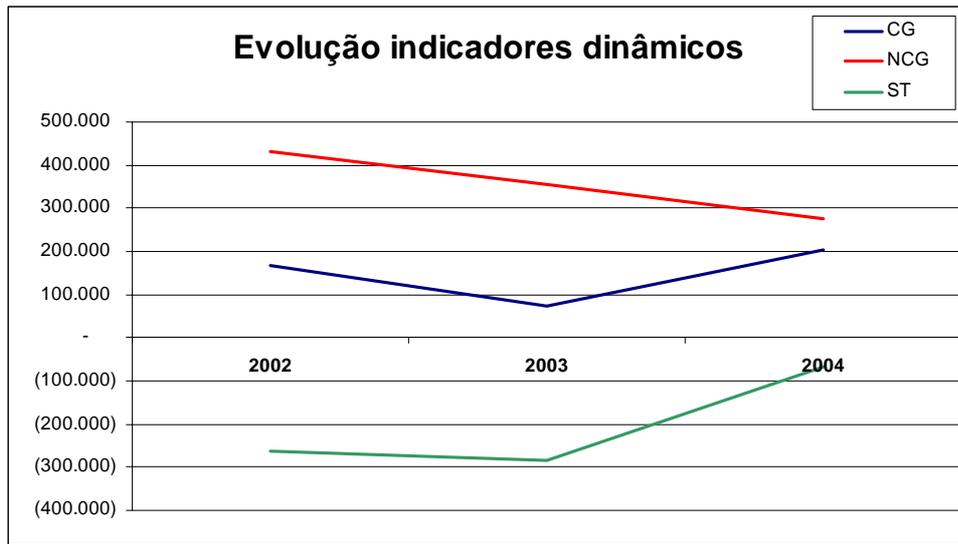


Figura 2: Evolução Indicadores Dinâmicos

Fonte: elaborado pelos autores.

Fato ocorrido em 2003 é uma sensível redução do Capital de Giro e do Saldo em Tesouraria, mesmo tendo o período apresentado redução necessidade de Capital de Giro. Alguns fatores podem ser importantes para a explicação deste fato, dentre eles: (a) aumento do Ativo Estratégico, sobretudo do Realizável a Longo Prazo; (b) diminuição do Passivo Estratégico, sobretudo do Exigível a Longo Prazo; (c) diminuição do Ativo Tático – redução da liquidez imediata; (d) diminuição das Margens de Lucro Operacional e Líquida.

A permanência do decrescimento do nível de Necessidade de Capital de Giro se deve principalmente a uma crescente diminuição do Ciclo Operacional/ Financeiro, sobretudo em relação às diminuições dos períodos de Contas a Receber e Estoques, em contrapartida a uma maior manutenção das Contas a Pagar.

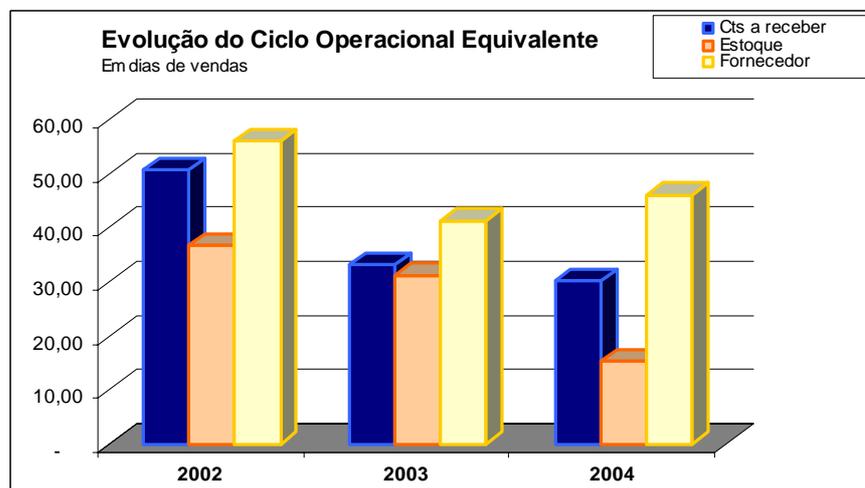


Figura 3: Evolução do Ciclo Operacional Equivalente
Fonte: elaborado pelos autores.

Em relação à lucratividade do setor, nos anos de 2002, 2003 e 2004, respectivamente, a porcentagem de organizações que apresentavam lucratividade líquida positiva foi de 60,00%, 80,00%, e 90,00%.

Apesar de constatação acima, a média do segmento, em relação às margens de lucratividade, em 2003, apresentou uma queda relativa a 2002 de 8,44% para a Margem Líquida e 31,84% para a margem operacional.

Este paradoxo entre um maior número de empresas apresentando margens positivas, enquanto que a média do setor em 2003 diminuiu, ocorre pelo fato de que as duas maiores empresas, em termos de faturamento líquido, (Americanas e Pão de Açúcar) apresentaram neste período, uma redução em sua lucratividade líquida.

Em relação aos indicadores de rentabilidade ROA e ROE, as empresas objeto do presente estudo apresentaram os resultados visualizados na figura 4.

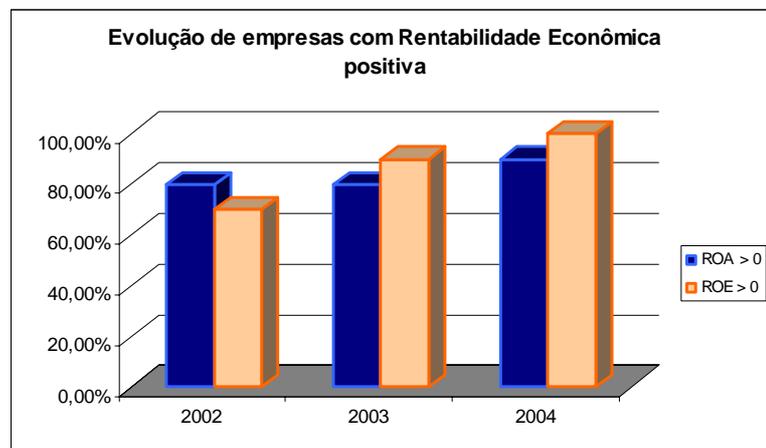


Figura 4: Evolução ROA e ROE Positivos
Fonte: elaborado pelos autores.

Os indicadores de rentabilidade sobre o Ativo e Patrimônio Líquido, demonstram que as empresas do segmento possuem resultados contábeis (lucro) suficientes para manter seus investimentos rentáveis.

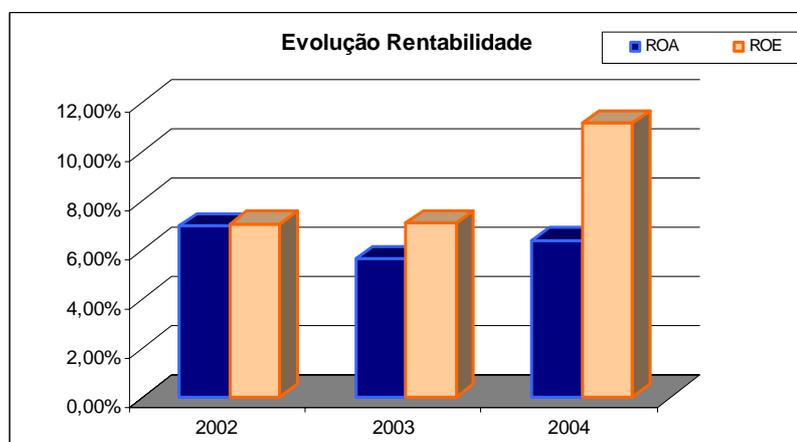


Figura 5: Evolução Rentabilidade
Fonte: elaborado pelos autores.

Excetuando-se pelo ROA no período de 2002 para 2003, quando houve redução no Lucro Operacional Médio do segmento, os indicadores de rentabilidade são positivos e crescentes.

Estabelecer uma relação entre a gestão do capital de Giro e a rentabilidade econômica é, sobretudo, realizar comparações. Sendo assim, são apresentados os comparativos entre os resultados médios da gestão financeira (Saldo em Tesouraria) das empresas em estudo, com os retornos contábeis obtidos pelas mesmas.

Na figura 6, nos anos de 2002 a 2004, das empresas que apresentavam Saldo em Tesouraria positivo, 30,00%, 40,00% e 40,00%, respectivamente, apresentavam ROA positivo.

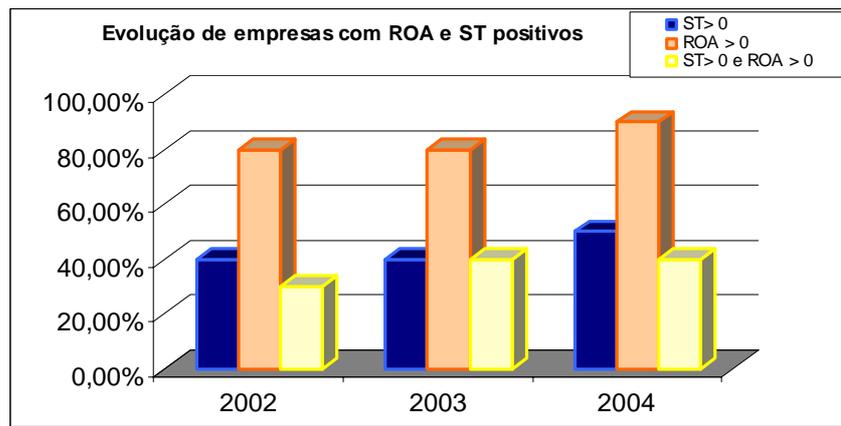


Figura 6: Evolução Comparativa ST e ROA

Fonte: elaborado pelos autores.

A figura 7 demonstra, ao longo do período analisado, que à medida que um maior número de empresa apresentam ROE positivo, existe um maior número de empresa que também apresentam ST maior que zero.

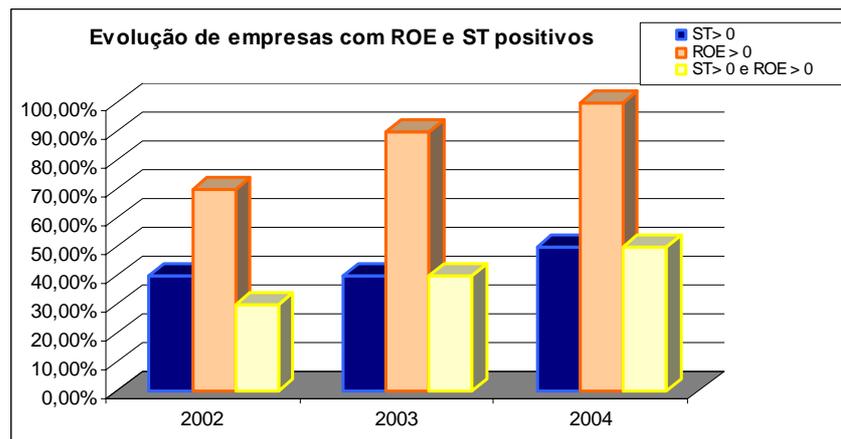


Figura 7: Evolução Comparativa ROE e ST

Fonte: elaborado pelos autores.

As figuras de 8 a 10 demonstram que, apesar de existir uma certa tendência do Saldo em Tesouraria em acompanhar determinadas variações decorrentes das margens e lucratividades apresentadas pela empresa, apresentar indicadores de lucratividade contábeis positivos, não garantem Saldos em Tesouraria também positivos.

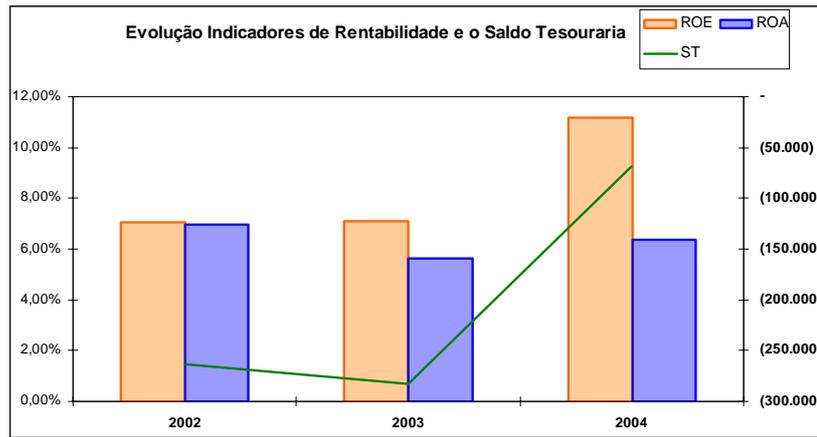


Figura 8: Evolução Indicadores Rentabilidade e ST

Fonte: elaborado pelos autores.

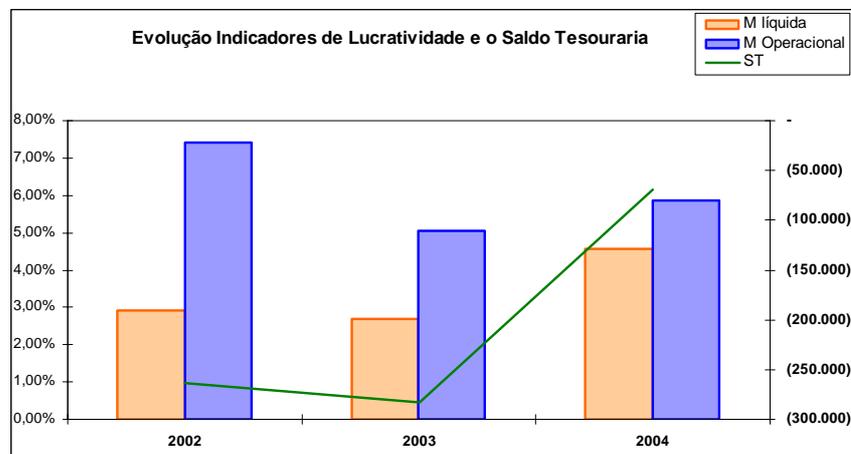


Figura 9: Evolução Indicadores Lucratividade e ST

Fonte: elaborado pelos autores.

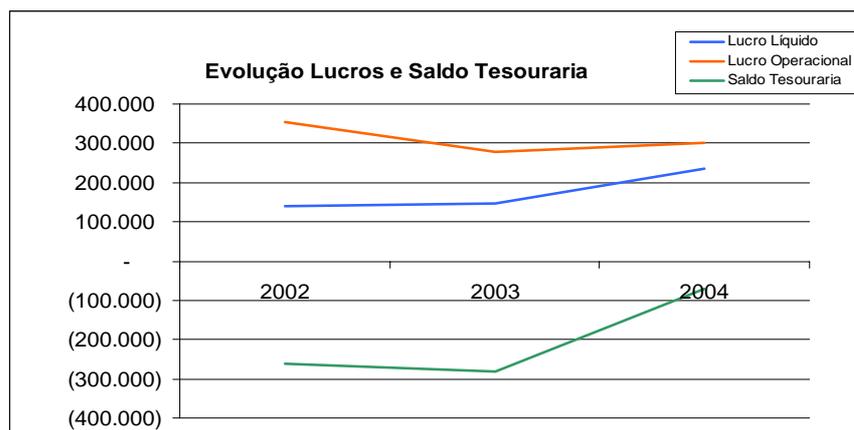


Figura 10: Evolução Lucros e ST

Fonte: elaborado pelos autores.

5. Considerações finais

O presente estudo teve como objetivos apresentar a situação financeira das empresas do setor Comercial, de acordo com a gestão dinâmica do Capital de Giro, e identificar a

relação entre a rentabilidade econômica/contábil das mesmas com a eficiência na gestão do Saldo em Tesouraria, no período compreendido entre os anos de 2002 a 2004.

Em relação ao posicionamento das empresas objeto deste estudo, de acordo com as seis configurações apresentadas, constata-se que a maioria das empresas, em todos os anos, apresenta estrutura do tipo IV, ou seja, Capital de Giro Líquido e Necessidade de Capital de Giro positiva, enquanto que o Saldo em Tesouraria é negativo.

Esta estrutura demonstra que, mesmo através de um bom desempenho na gestão de seu Ciclo Operacional (NCG decrescente), o setor apresenta a necessidade de obter fontes de recursos onerosas de curto prazo. A média do Saldo em Tesouraria negativo (Fonte de Recursos) presente em todos os três períodos analisados relata esta situação.

Nota-se ainda, uma melhora na gestão da Necessidade de Capital de Giro por parte das empresas presentes na pesquisa, o que demonstra uma evolução administrativa e/ ou conjuntural em relação à manutenção dos Ciclos Operacionais e de Caixa Equivalentes. As melhoras nas condições de pagamento e a diminuição nos prazos de estoque refletem esta realidade.

De acordo com os dados apresentados, a presença do ST negativo em todos os períodos, pode ter sua explicação no fato do setor apresentar margens de lucratividade insuficientes, apesar de positivas, para manter a constante presença de uma Necessidade por Investimento Operacional em Giro positiva.

O ano de 2003 apresenta uma característica interessante para o setor, pois, apesar de a NCG sofrer uma significativa redução, o ST também decai. É interessante observar que as margens de lucratividade também sofrem reduções no período.

Outras razões para que tal situação ocorresse no ano em questão são: redução do Exigível a Longo Prazo, e Aumento do Realizável a Longo Prazo. Em outras palavras, variações positivas no Ativo Estratégico contra variações negativas no Passivo Estratégico, com conseqüências negativas ao Capital de Giro Líquido.

Ainda em relação ao posicionamento do setor comercial em relação à configuração de sua estrutura dinâmica, observa-se que, ao decorrer do período analisado, ocorre o crescimento no número de empresas que apresentam o balanço dinâmico do Tipo V. Esta constatação retrata as conseqüências das melhoras na gestão dos ciclos, sobretudo entre os anos de 2003 e 2004. Esta maior eficiência fez com que um maior número de empresas começassem a apresentar Saldos em Tesouraria positivos.

Seja devido a uma tendência da conjuntura econômica do país, seja devido ao desenvolvimento de técnicas de gestão de seus ativos, o setor demonstra um crescimento positivo quanto a sua gestão do Capital de Giro, sobretudo em relação ao Ciclo Operacional.

Em referência à relação entre a rentabilidade/ lucratividade contábil, com a eficiência na manutenção de Saldos em Tesouraria, as constatações obtidas na presente análise permitem afirmar que existe uma relação direta entre os indicadores de lucratividade, com o nível apresentado pelos Saldos em Tesouraria. Isto não significa dizer que a manutenção de índices de rentabilidade positiva seja suficiente para a empresa apresentar Saldos em Tesouraria positivos. Inúmeros outros fatores, tais como a gestão do Ciclo Operacional e de Caixa e a forma de estruturar o capital da empresa (balanceamento entre fontes e usos de recursos), são de grande valia para a determinação da posição do ST.

O que pode-se observar é que o Saldo em Tesouraria apresenta variações em sentidos proporcionais às variações demonstradas pelas margens, ou seja, pelo nível relativo de lucro auferido pela empresa.

Por outro lado, variações absolutas no Lucro, sobretudo o Lucro Líquido, não garantem variações de mesma característica no Saldo em Tesouraria. Isto pôde ser observado quando da comparação entre a curva do Lucro Líquido com a do ST, mostrando que, em

2003, mesmo com variação positiva do resultado líquido médio do setor, a observação foi de decréscimo do ST.

As variações nas receitas auferidas, no incremento em investimentos em Ativo ou a aplicação de recursos advindos dos sócios, afetam de forma significativa a movimentação do nível de Capital de Giro que, por sua vez, implica em alterações no ST. É devido a este inter-relacionamento, entre resultado e aplicação de recursos, que a análise somente pelo resultado auferido pela empresa, pode não apresentar relação proporcional com as variações em ST. Apesar da análise com os índices de lucratividade/rentabilidade, a princípio, apresentarem esta mesma problemática, devido ao fato dos mesmos utilizarem mais de uma variável (lucro e mais uma) em seu cálculo, a relação apresentou-se de maneira mais significativa, pelo menos em relação ao sentido de crescimento e/ou decréscimo.

É importante frisar ainda que, apesar da manutenção de Saldos em Tesouraria possuir associação com os níveis de lucratividade, esta constatação indica apenas que, os mesmos são importantes, mas não únicas fontes de recursos para o Capital de Giro.

Por fim, com o objetivo de explicitar a resposta aos questionamentos propostos, pode-se afirmar que, em relação ao posicionamento dinâmico do capital de Giro, as empresas apresentaram, em sua maioria, a estrutura do tipo IV e, em relação à associação entre rentabilidade contábil com a eficiência da gestão do saldo em tesouraria, a mesma apresenta uma relação direta, ressalvados os comentários supramencionados.

6. Referências

- ASSAF NETO, A. *Estrutura e Análise de Balanços*. São Paulo: Atlas, 2002.
- _____; SILVA C. A. T. *Administração do Capital de Giro*. São Paulo: Atlas, 2002.
- _____. *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas, 2003.
- AUGUSTINI, C. A. *Capital de Giro*. São Paulo: Atlas, 1999.
- BRASIL, H. A.; BRASIL, H. G. *Gestão Financeira das Empresas: Um Modelo Dinâmico*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANE, G. *O Modelo Fleuriet: A Dinâmica das empresas Brasileiras*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- GITMAN, I. J. *Princípios de administração Financeira*. São Paulo: Harbra, 1997.
- IUDÍCIBUS, S. *Curso de contabilidade para não contadores*. São Paulo: Atlas, 2000.
- MATARAZZO, D. C. *Análise Financeira de Balanços*. São Paulo: Atlas, 1998.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.
- SEBRAE. *Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil*. Brasília: Sebrae, 2004.
- SILVA, J. P. *Análise Financeira das Empresas*. São Paulo: Atlas, 2001.
- VIEIRA, M. V. *Administração Estratégica do Capital de Giro*. São Paulo: Atlas, 2005.
- KASSAI, J. R. *Retorno de Investimento: Abordagem Matemática e Contábil do Lucro Operacional*. São Paulo: Atlas, 1999.