

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

SELESTINA SILVIA HATSUMI ICHIKAWA

APLICAÇÃO DO MODELO FLEURIET NO ESTUDO DE DESEMPENHO DE  
EMPRESAS DO SETOR DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA

CURITIBA

2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

SELESTINA SILVIA HATSUMI ICHIKAWA

APLICAÇÃO DO MODELO FLEURIET NO ESTUDO DE DESEMPENHO DE  
EMPRESAS DO SETOR DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA

Monografia apresentada como requisito parcial à  
obtenção do grau de Especialista em Contabilidade e  
Finanças, do setor de Pós-Graduação de Contabilidade  
da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Msc. Moisés Prates Silveira

CURITIBA

2014

## RESUMO

Esta pesquisa teve o objetivo de verificar a situação econômica financeira das empresas que se enquadram no segmento de tecidos, vestuário e calçados da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA sob a ótica do modelo dinâmico no período de 2008 a 2013. Para tanto, recorreu-se à revisão bibliográfica do modelo dinâmico que foi introduzido no Brasil pelo professor francês Michel Fleuriet que atuou na década de 70 na Fundação Dom Cabral. Este modelo reclassifica o balanço patrimonial conforme a relação das contas patrimoniais com o ciclo operacional da empresa e analisa o investimento em capital de giro e sua administração, a partir do isolamento de três variáveis-chaves – a Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (ST). A combinação dos três fatores resulta em seis tipos de estruturas financeiras. Para o desenvolvimento desta pesquisa foram utilizados dados secundários através de pesquisa bibliográfica e coleta dos demonstrativos contábeis de 03 empresas que apresentaram os maiores lucros dentre as que estavam enquadradas no segmento. Os demonstrativos dessas companhias foram obtidos no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A partir da reclassificação desses demonstrativos e cálculo das variáveis-chaves do modelo dinâmico foi possível constatar o predomínio do tipo 2 de estrutura financeira para as empresas analisadas, ou seja, os recursos permanentes aplicados no capital de giro suprem a insuficiência do PCC, e ainda permitem a manutenção de um saldo positivo de tesouraria.

**Palavras-chave:** Capital de Giro. Modelo dinâmico. Análise Financeira

## **ABSTRACT**

This study had as purpose to verify the economic financial situation of firms that fall in the textiles, apparel and footwear Securities, Commodities and Futures Exchange segment - BM&FBOVESPA under the viewpoint of dynamic model for the period 2008 to 2013, resorted to the literature review of the dynamic model that was introduced in Brazil by French Professor Michel Fleuriet who starred in the 70s at Fundação Dom Cabral. This model reclassifies the balance sheet as the ratio of equity accounts with the operating cycle of the company and analyzes the investment in working capital and its administration, from the isolation of three key variables - the Need of Working Capital, the Working Capital and the Balance of Treasury. The combination of these factors results in six types of integrated financial structures. Secondary data were used to develop this research through a literature review and collection of the financial statements of 03 companies with highest profits among which were framed in the same thread. The statements of these companies were obtained on the CVM website. From the reclassification of these statements and calculation of key variables of the dynamic model, we determined the prevalence of type 2 financial structure for the companies analyzed, the permanent funds invested in working capital supply the failure of the cyclic current liabilities, and still allow maintaining a positive cash balance.

Keywords: Working Capital. Dynamic model. Financial Analysis

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Estrutura financeira do Capital Circulante Líquido. ....	23
Figura 2 - Estrutura financeira do Capital Circulante Nulo .....	23
Figura 3 – Estrutura financeira do Capital Circulante Negativo .....	24
Figura 4 - Reclassificação dos grupos patrimoniais em natureza financeira e operacional.....	26
Figura 5 – Os três tipos básicos de Investimento Operacional em Giro – IOG estabelecidos por Braga (1991) e Silva (2010) .....	28
Figura 6 – Características da estrutura e situação financeira da empresa.....	32
Figura 7 - Classificação das empresas constantes da página da BM&FBOVESPA, por ordem decrescente de lucro.....	36
Figura 8 – Demonstrativo do cálculo do índice de inflação do período em estudos.....	37
Figura 9 – Estrutura Financeira da Grendene S.A .....	40
Figura 10 – Estrutura Financeira da Hering S.A.....	41
Figura 11 – Estrutura Financeira da Alpargatas S.A. ....	42

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Relação da evolução temporal do saldo de tesouraria das três empresas em estudos .....	38
Gráfico 2 – Relação da evolução temporal da Necessidade de Capital de Giro das três empresas em estudos .....	39
Gráfico 3 – Relação da evolução temporal do Capital de Giro das três empresas em estudos .....	39
Gráfico 4 – Relação da evolução temporal da estrutura financeira da Grendene S.A .....	40
Gráfico 5 – Relação da evolução temporal da estrutura financeira da Grendene S.A .....	41
Gráfico 6 – Relação da evolução temporal da estrutura financeira da Alpargatas S.A .....	42

## LISTA DE SIGLAS

AC – Ativo Circulante  
ACC - Ativo Circulante Cíclico  
ACF - Ativo Circulante Financeiro  
ACO - Circulante Operacional  
ANC – Ativo Não Circulante  
AP - Ativo Permanente  
ART. - Artigo  
Ativo Circulante – AC  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros  
CVM - Comissão de Valores Mobiliários  
CC - Código Civil  
CCL - Capital Circulante Líquido  
CCL Negativo - Capital Circulante Líquido Negativo  
CCN - Capital Circulante Nulo  
CCP - Capital Circulante Positivo  
CG - Capital de Giro ou Capital Circulante  
ELP - Exigível a Longo Prazo  
IOG - Investimento Operacional em Giro  
NCG - Necessidade de Capital de Giro  
NIG - Necessidade de Investimento em Giro  
PC - Passivo Circulante  
PCO - Passivo Circulante Oneroso  
PCO - Passivo Circulante Operacional  
PCC - Passivo Circulante Cíclico  
PNC – Passivo Não Circulante  
PL - Patrimônio Líquido  
RLP - Realizável a Longo Prazo

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
1.1 PROBLEMA DA PESQUISA .....	9
1.2 OBJETIVOS .....	10
1.2.1 Objetivo Geral .....	10
1.2.2 Objetivos Específicos .....	11
1.3 JUSTIFICATIVA .....	11
1.4 ESTRUTURA DO TEXTO .....	12
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>13</b>
2.1 TIPOS DE EMPRESAS .....	13
2.1.1 Sociedades em Cooperativas.....	14
2.1.2 Sociedade em Comandita .....	14
2.1.3 Sociedade Limitada .....	15
2.1.4 Sociedade Anônima - S/A .....	15
2.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....	16
2.3 ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO .....	20
2.3.1 Ativo Circulante - AC .....	21
2.3.2 Capital de Giro (Circulante) Líquido .....	22
2.3.3 Capital de Giro e os Ciclos .....	24
2.4 O MODELO FLEURIET .....	25
2.4.1 Necessidade de Capital de Giro (NCG).....	27
2.4.2 Capital de Giro sob o ponto de vista de Fleuriet.....	29
2.4.3 Saldo de Tesouraria .....	30
2.4.4 Tipos de Estruturas Financeiras nas Empresas .....	31
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....	<b>35</b>
<b>4 DOS RESULTADOS</b> .....	<b>38</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>43</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>44</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As organizações estruturam-se em torno de uma missão, princípios e valores, com a finalidade de gerar, com seus produtos e serviços, resultados econômicos, humanos e sociais para os acionistas, empregados e comunidades. A empresa interessa a toda sociedade (*stakeholders*): aos empregados pela fonte de subsistência e crescimento como pessoa; aos acionistas porque almejam retorno adequado pelos capitais investidos; aos governos, pela geração de impostos, e à sociedade pela produção de bens e serviços essenciais para o seu funcionamento como entidade econômica (ARRUDA et al, 2007).

As decisões tomadas pelos administradores organizacionais refletem na continuidade do negócio, em razão disso elas devem ser fundamentadas em dados e informações disponibilizados pela Contabilidade, em conjunto com os eventos que ocorrem no mercado e o desempenho interno da empresa (ASSAF NETO, 2010).

Nesse sentido, a análise financeira é uma ferramenta que auxilia na avaliação econômica e financeira da empresa, sendo as demonstrações contábeis os meios pelos quais se obtêm os dados e informações que possibilitam diagnosticar o desempenho e a saúde financeira da empresa. Uma análise realizada com base em dados contábeis confiáveis reduz o grau de incerteza decorrente da ausência de referenciais quantitativos. As percepções subjetivas baseadas apenas na intuição, na experiência, na desconfiança ou na capacidade de adivinhação não são suficientes para orientar decisões que envolvam expectativas de risco e retorno (SILVA, 2010).

### 1.1 PROBLEMA DA PESQUISA

Segundo pesquisa realizado pelo Sebrae, em 2004, para a avaliação de mortalidade das micro e pequenas empresas brasileiras, as causas que levaram ao encerramento das atividades são relacionadas, em primeiro lugar, a falhas gerenciais na condução dos negócios, expressas nas razões: falta de capital de giro,

problemas financeiros (situação de alto endividamento), ponto inadequado (falhas no planejamento inicial) e falta de conhecimentos gerenciais. Em segundo lugar, predominam as causas econômicas conjunturais, como falta de clientes, maus pagadores e recessão econômica no país (ARRUDA et al, 2007).

Durante as últimas décadas, o Brasil tem perdido competitividade e mercado no setor têxtil e de confecções, mesmo diante do crescimento do consumo mundial no referido segmento. A participação do país no comércio mundial declinou de 0,7% em 1997, para 0,3%, em 2007. Além disso, o crescimento dos produtos asiáticos no comércio internacional, em especial da China, tornou mais acirrado a competição global (BNDES Setorial, 2009).

Percebe-se o mesmo cenário no setor de calçadista, com aumento expressivo das importações brasileiras de calçados nos últimos anos, tanto em números de pares, com taxa de 342% entre 2004 e 2008, quanto no total do valor importado, com taxa de 371% nesse período. O Brasil tornou-se alvo dos países asiáticos tendo em vista o crescimento do mercado interno nesse período, o agravamento da crise internacional em 2008 e a redução das demandas americana e europeia (BNDES Setorial, 2010).

Diante dos fatos ocorridos no ambiente econômico dos últimos anos, pretende-se verificar qual é o enquadramento das empresas do ramo de Tecidos, Vestuário e Calçados sob a ótica do modelo dinâmico de Fleuriet no período de 2008 a 2013.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

Esta pesquisa tem como objetivo geral utilizar-se de dados específicos colhidos no site da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA, em um determinado espaço temporal, para aplicar um modelo dinâmico de análise do

capital de giro - o modelo Fleuriet, de forma a expor essa ferramenta de análise e a sua aplicação em um estudo de caso.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Levantar as demonstrações contábeis das empresas do setor de atuação em tecidos, vestuário e calçados que se encontram divulgadas no sítio da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no período de 2008 a 2013;
- Aplicar o Modelo Dinâmico de Administração do Capital de Giro, O Modelo Fleuriet, de forma a expor essa ferramenta de análise e a sua aplicação em um estudo de caso nas empresas em estudo;
- Identificar a tipologia em que se enquadram as empresas selecionadas conforme exposto por Fleuriet;

### 1.3 JUSTIFICATIVA

O sistema organizacional de uma empresa tem que estar alinhado com os propósitos da administração, ter o conhecimento e o controle de todos os setores que a constitui. Isso traz segurança à organização, dinamiza e facilita o trabalho dos gestores e torna mais aparente os objetivos da empresa. Para que isso aconteça, é de suma importância que a empresa pratique uma gestão de negócios dentro da sua realidade, utilizando-se de ferramentas práticas que permitam uma visão ampla da sua capacidade financeira.

Conforme Assaf Neto (2010) uma dessas ferramentas é a avaliação do equilíbrio financeiro da empresa, através do capital de giro.

Neste sentido, Silva (2010) ressalta que a gestão do capital de giro deve ser tratada no mesmo nível em que são tomadas as decisões em investimento, financiamento e destinação de lucros, que são as três funções básicas da administração financeira, responsáveis pela maximização do valor da empresa.

Assim sendo, a aplicação de um modelo dinâmico de análise do capital de giro - o modelo Fleuriet - no estudo de desempenho de empresas do setor de tecidos, vestuários e calçados, escolhidos por estarem listados na BM&FBOVESPA, torna-se relevante para entender alguns os conceitos e usos dos modelos de análise do capital de giro. Diante dos fatos apresentados, o presente trabalho apresenta relevância teórica, pois a preservação do equilíbrio financeiro da empresa depende da compreensão dos instrumentos da dinâmica do capital de giro (ASSAF NETO; SILVA, 1997).

#### 1.4 ESTRUTURA DO TEXTO

Este trabalho está estruturada em 04 capítulos. Neste primeiro, encontra-se a caracterização do tema e a justificativa da pesquisa.

O capítulo 2 mostra o referencial teórico em que a pesquisa se embasa.

O capítulo 3 apresenta os procedimentos metodológicos utilizados na consecução desta pesquisa.

O capítulo 4 expõem os resultados alcançados e, por fim, encontram-se as considerações finais acerca do tema de pesquisa.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 TIPOS DE EMPRESAS

Ao iniciar um projeto empresarial deve-se compreender que tipo de empresa se pretende constituir, considerando que a escolha determinará o modelo de funcionamento desde a constituição da empresa até ao desenvolvimento do empreendimento (SILVA, 2010, p. 47 e p. 48).

No Brasil há um conjunto de leis e instituições que emitem normas que regulamentam as empresas e disciplinam a apresentação de demonstrações contábeis. O Código Civil (Lei nº 10.106, de 10.01.2002, arts. 1.179 a 1.195) trata da escrituração, de livros contábeis e de balanço, entres outros assuntos contábeis. A legislação comercial ( Lei n.º 6.404/76) regulamenta sobre as sociedades anônimas, inclusive os procedimentos contábeis que devem ser adotados. A Comissão de Valores Mobiliários - CVM é uma agência governamental que fiscaliza e regula o mercado de capitais brasileiro, além de emitir instruções que devem ser seguidas pelas empresas que possuem ações negociadas nas Bolsas de Valores (SILVA, 2010)

De acordo com o Marco Legal a composição social da empresa, individual ou societária, é que determina os direitos e deveres dos sócios:

- arcar com os prejuízos caso a empresa possa falir ou
- amealhar os lucros quando a empresa prospera;
- direitos ou não a votação no conselho;
- participar ou não das decisões da empresa;
- composição econômica das empresas

Sem entrar no mérito da pessoa jurídica e pessoa física no que concerne o capital social empresarial no Código Civil, trataremos especificamente sobre a composição social das empresas, visando estabelecer uma linha de embasamentos para constituir o cerne da pesquisa.

Conforme o Código Civil, (2002) existem duas espécies de sociedades: a) sociedade simples e b) sociedade empresária.

A sociedade simples é constituída por pessoas que mutuamente se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados (Código Civil 2002, art. 981).

A sociedade empresária é a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (Código Civil 2002, art. 982). Deve constituir-se segundo um dos tipos regulados pelo Código Civil: Sociedade Limitada, Sociedade em Nome Coletivo, Sociedade em Comandita por Ações, Sociedade em Comandita Simples, Sociedade Anônima e Cooperativas (SILVA, 2010).

#### 2.1.1 Sociedades em Cooperativas

São compostas de pessoas de natureza civil, com forma jurídica própria, constituídas para prestar serviços a seus associados e a terceiros. Destaca-se pela intransferibilidade de suas quotas de capital a terceiros, mesmo que por herança (Lei 5.674/1971, art. 4º).

#### 2.1.2 Sociedade em Comandita

Trata-se de uma sociedade de responsabilidade mista, tem aspecto de comandita e de sociedade anônima por reunir sócios de responsabilidade limitada - os comanditários - que contribuem com o capital; e sócios de responsabilidade ilimitada – comanditados - que contribuem com bens ou serviços, assumindo a gestão e a direção efetiva da sociedade (SILVA, 2010).

Existem dois tipos de sociedades em comandita (SILVA, 2010):

1. Sociedade em Comandita Simples: o sócios comanditados são pessoas físicas que respondem de forma solidária e ilimitada pelas obrigações. Os comanditários possuem responsabilidade limitada à quota do capital subscrito; e

2. Sociedades em Comandita por Ações: administração restrito ao acionista que responde solidária e ilimitadamente pela direção. Os acionistas comanditários possuem responsabilidade limitada à quota do capital social subscrito.

### 2.1.3 Sociedade Limitada

Normalmente uma limitada tende a ser de pequeno a médio porte, com capital social constituído sob a forma de quotas que podem ser iguais ou desiguais. Em princípio, cada sócio responde pelas quotas de capital subscrito, mas em caso de falência, pela totalidade do capital não integralizado (SILVA, 2010).

A sociedade constitui-se por meio de contrato social, que é a base legal das relações entre os sócios e do desenvolvimento da atividade empresarial. Em caso de insolvência ou falência da empresa, e o patrimônio da empresa não for suficiente para o pagamento das dívidas, o patrimônio pessoal dos sócios pode, juridicamente, cobrir o valor do capital não integralizado (Código Civil 2002, art. 1.052).

### 2.1.4 Sociedade Anônima - S/A

A sociedade anônima, também chamado de sociedade institucional, é regida pela Lei nº 6.404 de 15/12/76 e pelo Código Civil. Ela pode ser dissolvida por vontade da maioria societária ou por intervenção e liquidação extrajudicial. O capital é composto por ações e os seus são denominados acionistas que têm a responsabilidade limitada até o valor da emissão de suas ações. Por isso, no caso de intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia, o patrimônio pessoal do acionista tem a salvaguarda de não compor o patrimônio da sociedade (Código Civil 2002; SILVA, 2010).

As sociedades anônimas podem ter seu capital aberto ou fechado. A diferença encontra-se no fato de que as de capital fechado não têm suas ações negociadas em Bolsas de Valores. Por outro lado, as de capital aberto negociam

suas ações na Bolsa de Valores, para tanto essa sociedade tem uma série de obrigações de divulgar informações destinadas ao mercado de capitais (SILVA, 2010).

Algumas das vantagens que as sociedades anônimas possuem são: (i) maior possibilidade de obtenção de fundos por meio da colocação de ações no mercado, (ii) maior facilidade de negociação das ações, (iii) maior capacidade para expansão. Quanto às desvantagens: (i) maiores gastos organizacionais, (ii) maior controle exercido pelo governo, (iii) obrigatoriedade de divulgação de informação e de prestação de contas (SILVA, 2010).

Os tipos de ações mais comuns nas sociedades anônimas são as ações preferenciais, que privilegiam o recebimento de dividendos, e as ações ordinárias, que, normalmente, dão direito a voto nas Assembleias realizadas pela empresa (SILVA, 2010).

As sociedades anônimas tem a estrutura organizacional composta de: Assembleia Geral, Conselho de Administração (facultativo em caso de Companhia Fechada), Diretoria e Conselho Fiscal, com atribuições fixadas pela Lei 6.404/76, e as determinadas no Estatuto Social, que estabelece as regras de estrutura da companhia além de disciplinar as relações entre os acionistas (ASSAF NETO, 2010).

Silva (2010) destaca a importância da compreensão das formas de organização jurídica das sociedades devido à dimensão das responsabilidades dos sócios e administradores, bem como dos riscos decorrentes.

## 2.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

De acordo com Iudícibus (2010, p. 01), "a necessidade de analisar demonstrações contábeis é pelo menos tão antiga quanto a própria origem de tais peças". Do mesmo modo, Kassai (2002) diz que as demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas têm servido para análise de desempenho em grande parte do mundo desde seu surgimento, durante o Renascimento. Nessa época, os comerciantes aferiam e controlavam o patrimônio pelo Método das Partidas Dobradas.

Segundo Matarazzo (2003), as informações sobre o desempenho das empresas são obtidas através da interpretação de dados que se encontram disponibilizados nas demonstrações contábeis.

Para Silva (2010), as demonstrações contábeis representam um meio comunicação da empresa com os usuários internos e externos que têm interesses no desempenho e na solidez da companhia.

Atualmente, o art. 176 da Lei nº 6.404/76 – lei das Sociedades por Ações - determina os cinco tipos de demonstrações financeiras que devem ser publicadas pelas empresas, ao fim de cada exercício, de forma que expressem com clareza a posição patrimonial da companhia, relacionados a seguir:

- I. balanço patrimonial;
- II. demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III. demonstração do resultado do exercício;
- IV. demonstração dos fluxos de caixa; e
- V. se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.

Em 2008 entrou em vigor a lei 11.638/2007, que modificou dispositivos da lei 6.404/76, a qual tornou obrigatória a demonstração dos fluxos de caixa e a demonstração do valor adicionado e suprimiu a demonstração de origens e aplicações de recursos (SILVA, 2010).

Além disso, as empresas de grande porte - aquelas cujo ativo total seja superior a R\$ 240 milhões ou a receita bruta anual supere a R\$ 300 milhões - estão sujeitas aos dispositivos da lei 6.404/76 e à auditoria independente (Lei 11.638/2007, art. 3º, § único).

Marion (2010) declara que todas as demonstrações contábeis devem ser analisadas. No entanto, destaca que maior ênfase é dada para o Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado do Exercício. Esclarece que as referidas demonstrações evidenciam de forma objetiva a situação financeira (identificada no primeiro) e a situação econômica (identificada no primeiro e no segundo).

Por meio da análise de balanços pode-se extrair informações que permitam: [1] construir um histórico econômico-financeira da empresa em diversos períodos no tempo; [2] verificar as causas que determinaram o ritmo da evolução da organização; e [3] projetar as tendências (ASSAF NETO, 2010).

No entendimento de Ludícibus (2010) para o processo de análise de balanço, apesar de seguir algumas regras, não existe uma metodologia predefinida ou estabelecida que permita o mesmo balanço ser trabalhado por diferentes analistas e obter as mesma conclusões. Podendo se dizer que a análise de balanço caracteriza-se como arte, pois o seu resultado depende muito do artista que nela trabalha:

[...] embora existam alguns cálculos razoavelmente formalizados, não existe forma científica ou metodologicamente comprovada de relacionar os índices de maneira a obter um diagnóstico preciso. Ou, melhor dizendo, cada analista poderia, com o mesmo conjunto de informações e de quocientes, chegar a conclusões ligeiras ou até diferenciadas. [...]. (LUDÍCIBUS, 2010, p. 5).

Ludícibus (2010) complementa que a técnica de análise financeira por quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da Contabilidade. Os resultados obtidos por essa metodologia permite que o analista extraia tendências e compare-os com padrões preestabelecidos. No entanto, apesar de ser o mais tradicional e mais importante método, existem outras ferramentas para uma análise de balanço.

As principais técnicas de balanços, na visão de Assaf Neto (2010), são apresentadas a seguir:

1. Análise Horizontal - identifica a evolução dos diversos elementos patrimoniais e de resultados ao longo de determinado período de tempo.
2. Análise Vertical - permite conhecer a estrutura financeira e econômica da empresa, por meio da participação relativa de cada elemento patrimonial e de resultados.
3. Indicadores Econômico-Financeiros - utiliza o relacionamento de elementos afins das demonstrações contábeis de forma a extrair conclusões sobre a situação da empresa.
4. Diagrama de Índices - desenvolve-se pela decomposição dos elementos que exercem influência nos índices.

Diante dos fatos expostos, Braga, Nossa e Marques (2004) afirmam que existem várias opções métodos disponíveis àqueles que desejam medir os aspectos econômicos e financeiros refletidos nas demonstrações contábeis das empresas. Acrescenta que, as ferramentas de análise vão desde os índices financeiros

tradicionais, apresentados isoladamente ou integrados a outros modelos tais como Du Pont, até sistemas como o modelo Fleuriet.

Deste modo, na sequência apresentam-se os aspectos relacionados ao capital de giro e ao funcionamento da análise dinâmica proposto no Modelo Fleuriet.

## 2.3 ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO

Na visão de Assaf Neto (2010), o capital de giro apresenta diferentes interpretações tendo em vista os critérios e a natureza de estudo desenvolvido. Acrescenta que, independentemente de qualquer definição adotada, o conceito de capital de giro identifica os recursos que giram (circulam) várias vezes em determinado período. Além disso, destaca que a característica mais relevante do capital de giro é o seu grau de volatilidade que se explica pela curta duração de seus elementos.

Assim, o autor coloca a sua posição sobre o que aceita como sendo o capital de giro para a empresa.

O capital de giro corresponde ao ativo circulante de uma empresa. Em sentido amplo, o capital de giro representa o valor dos recursos demandados pela empresa para financiar seu ciclo operacional, o qual engloba, conforme comentado, as necessidades circulantes identificadas desde a aquisição de matérias-primas até a venda e o recebimento dos produtos elaborados. (ASSAF NETO, 2010, p.554)

Nesse aspecto, Sato (2007) afirma que o capital de giro pode alavancar ou, ao contrário, prejudicar o crescimento da empresa, tendo em vista a composição e o prazo de realização das contas. Ademais, destaca a importância de se examinar os itens que compõem o capital de giro para o alcance de uma gestão financeira eficaz.

Assaf Neto e Silva (1997) declaram que a definição do montante do Capital de Giro é uma tarefa delicada, visto que as decisões tomadas refletem sobre o êxito dos negócios, influenciam a liquidez e a rentabilidade das empresas. Eles ressaltam que um gerenciamento inadequado do mesmo pode resultar em sérios problemas financeiros e conseqüentemente na formação de uma situação de insolvência.

Para Vieira (2008), a administração do capital de giro ocupa-se do estudo da gestão dos ativos e passivos que compõem os grupos circulantes do balanço patrimonial e principalmente: encontrar a medida adequada a ser aplicado nas contas do ativo e a forma financiar tais investimentos.

### 2.3.1 Ativo Circulante - AC

De acordo com Silva (2010), algumas literaturas de administração financeira definem a expressão capital de giro como sinônimo de ativo circulante, que se estrutura basicamente em: disponibilidades; duplicatas a receber e estoques.

No entanto, Assaf Neto (2010) coloca que o ativo circulante (AC) pode ser denominado de Capital de Giro (CG) ou Capital Circulante, que identifica-se pelo grupo de maior liquidez, tendo em vista a influência das atividades operacionais que se estrutura em quatro pontos específicos: 1 - disponibilidades imediatas; 2 - valores a receber a curto prazo; 3 - estoques; e 4 - despesas diferidas. Sendo assim, o autor defende que:

"O disponível é basicamente o ponto de partida de todo o fluxo do ativo circulante. Para ele se dirigem os recursos alocados pela empresa (próprios ou de terceiros) e dali sairão como alimentadores de sua atividade operacional. Deste ponto, os recursos se canalizam sob várias formas para a produção, gerando as vendas da empresa. Esses resultados operacionais orientam-se, alguns imediatamente (se as vendas forem a vista), outros a curto prazo (venda a prazo), novamente para o disponível, o qual, por sua vez, repõe os fatores consumidos e dá início a outro fluxo. Tal processo é mantido ininterruptamente pela atividade da empresa e cada vez que se inicia um novo fluxo, os recursos que chegam ao disponível são engrossados pelos lucros e depreciações, amortizações e exaustões auferidas nas vendas (ASSAF NETO, 2010, p. 142).

Seguindo este ponto literário, Vieira (2008) apresenta as três fontes principais de recursos que financiam as aplicações nos itens que compõem o ativo circulante: a) a primeira delas são os recursos advindos dos fornecedores em que as empresas efetuam suas compras; b) o segundo provém de instituições financeiras por meio de empréstimos e financiamentos de curto prazo; e c) recursos do capital próprio registrado contabilmente no patrimônio líquido.

### 2.3.2 Capital de Giro (Circulante) Líquido

O passivo da empresa estrutura-se conforme a origem de recursos que financiam as necessidades da empresa, identificam-se em: próprias (patrimônio líquido) e não próprias (fontes de terceiros). Para que haja um equilíbrio financeiro, os recursos de terceiros de curto prazo devem ser aplicados somente em ativos circulantes que também se caracterizam pela curta duração e pelo contínuo processo de transformação. No entanto, devido a falta de sincronização entre o momento das entradas de recursos e o do processamento dos pagamentos, a empresa busca fontes de recurso a longo prazo para serem aplicadas em ativos de curta duração (ASSAF NETO, 2010, p. 142 e 143).

Deste modo, Assaf Neto (2010) identifica a expressão capital circulante líquido como o "*excedente das aplicações a curto prazo (em ativo circulante) em relação às captações de recursos processadas também a curto prazo (passivo circulante)*". Adicionalmente, expõe que a melhor definição para o termo é o entendido como o excedente de recursos permanentes, próprios e de terceiros, em relação às aplicações a longo prazo.

Para Matarazzo (2003), o capital circulante líquido é a parcela de recursos não correntes (Patrimônio Líquido mais o Exigível a Longo Prazo) aplicada no ativo circulante, ou seja, financiamentos que a empresa possui para o seu giro.

Diante das definições apresentadas, o capital circulante pode ser calculado da seguinte forma (Assaf Neto, 2010):

<p>Capital Circulante Líquido = Ativo Circulante - Passivo Circulante,</p> <p>ou</p> <p>Capital Circulante Líquido = (Patrimônio Líquido + Exigível a Longo Prazo) - (Ativo Permanente + Realizável a Longo Prazo)</p>
--

Assaf Neto (2010) relaciona as possíveis estruturas financeiras do Capital Circulante Líquido que podem ocorrer na prática:

Capital Circulante Positivo: esta situação ocorre quando as exigibilidades de curto prazo financiam apenas parte do ativo circulante, resultando na folga financeira da empresa, pois o volume de recursos de longo prazo (não circulantes) encontra-se aplicado no ativo circulante.

ATIVO CIRCULANTE (AC)	PASSIVO CIRCULANTE (PC)
<b>CCL</b>	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO (ELP)
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO (RLP)	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)
ATIVO PERMANENTE (AP)	

#### CCL POSITIVO

Figura 1 – Estrutura financeira do Capital Circulante Líquido.  
Fonte: de Assaf Neto (2010)

Capital Circulante Nulo: neste cenário as necessidades de investimentos circulantes são financiadas por fontes de mesma natureza.

ATIVO CIRCULANTE (AC)	PASSIVO CIRCULANTE (PC)
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO (RLP)	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO (ELP)
ATIVO PERMANENTE (AP)	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)

#### CCL NULO

Figura 2 - Estrutura financeira do Capital Circulante Nulo  
Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2010).

Capital Circulante Líquido Negativo: nesta condição parte das aplicações de longo prazo são financiadas por dívidas vencíveis a curto prazo, que poderá

acarretar certas dificuldades financeiras à empresa, prejudicando suas operações normais.

ATIVO CIRCULANTE (AC)	PASSIVO CIRCULANTE (PC)
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO (RLP)	<b>CCL</b>
ATIVO PERMANENTE (AP)	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO (ELP)
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL)

### CCL NEGATIVO

Figura 3 – Estrutura financeira do Capital Circulante Negativo  
Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2010).

#### 2.3.3 Capital de Giro e os Ciclos

O Ciclo operacional (CO) refere-se ao intervalo de tempo compreendido desde a recepção dos materiais de produção (ou das mercadorias para revenda) até a cobrança das vendas correspondentes. Nesse período são aplicados recursos nas operações da empresa sem que ocorram as entradas de caixa de relativas as vendas. Parte deste capital de giro é financiada pelos fornecedores que concederam prazo para pagamento das compras de materiais ou de mercadorias (BRAGA, 1991).

O ciclo econômico está contido no ciclo operacional: inicia com a recepção dos materiais de produção (ou das mercadorias para revenda) e termina com a saída dos produtos (ou das mercadorias) vendidas. O ciclo econômico desconsidera os aspectos financeiros vinculados aos pagamentos das compras e a cobrança das vendas (BRAGA, 1991).

O ciclo financeiro compreende o prazo entre as saídas de caixa relativas aos pagamentos dos fornecedores e as entradas de caixa provenientes dos recebimentos das vendas. Durante este período, a empresa tem de financiar suas operações sem a participação dos fornecedores. Quanto maior for o ciclo financeiro,

mais de recursos próprios e de terceiros (exceto de fornecedores) estarão temporariamente aplicados nas operações, ocasionando custos financeiros e afetando a rentabilidade (BRAGA, 1991).

## 2.4 O MODELO FLEURIET

De acordo com Sato (2007), o modelo Fleuriet - também denominado de modelo de necessidade de capital de giro, análise avançada do capital de giro e análise dinâmica do capital de giro -, propõe-se a analisar o investimento em capital de giro e sua administração por meio de informações disponíveis nos demonstrativos contábeis. Essa técnica considera a dinamicidade dada pelo capital de giro, em função de seu ciclo operacional, o que a diferencia do modelo tradicional de análise contábil.

Para a aplicação da técnica, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) propõem inicialmente a reclassificação das contas do ativo e do passivo de acordo com o seu ciclo que é o tempo que se leva para a conclusão de uma rotação. Assim, de acordo com essa premissa, classificam-se em:

- Contas erráticas (do ativo e do passivo): enquadram-se as contas de curto prazo que não estão diretamente relacionadas com a operação da empresa;
- Contas cíclicas (do ativo e do passivo): consideram-se as contas de curto prazo, no entanto, renováveis e ligadas à atividade operacional do negócio;.
- Contas não cíclicas do ativo (ou permanentes): caracterizam-se pelas contas que representam aplicações por prazo superior a um ano.
- Contas não cíclicas do passivo (permanentes): elencam-se as contas que compõem o passivo permanente da empresa.

Na visão de Braga (1991), o ativo circulante e o passivo circulante agrupam-se conforme a natureza financeira e operacional, estruturado em:

a) Ativo Circulante Financeiro - ACF: de natureza errática, é constituído por elementos essencialmente financeiros como caixas e bancos, aplicações financeiras e liquidez imediata e títulos e valores mobiliários a vencer em curto prazo;

b) Ativo Circulante Cíclico - ACC: compreende os saldos de contas relacionadas com as atividades operacionais, tais como: estoques, duplicatas a receber, provisão para devedores duvidosos, despesas pagas antecipadamente;

c) Passivo Circulante Oneroso - PCO: enquadra-se como errática composto por exigibilidades de curto prazo que geram despesas financeiras. Enquadram-se neste, os empréstimos de curto prazo, as duplicatas descontadas (reclassificadas do AC para o PC) e os financiamentos.

d) Passivo Circulante Cíclico - PCC: integram-se pelos passivos em funcionamento, normalmente de curto prazo, tais como: duplicatas a pagar, impostos, taxas, contribuições e contas a pagar diversas. Incluem-se também os saldos dos dividendos, das participações estatutárias e do imposto de renda a pagar sobre os lucros, apesar destes elementos terem uma natureza errática.

Sato (2007), em sua dissertação, apresenta um quadro em que relaciona vários autores com as respectivas readaptações em termos de nomenclaturas, mas ressalta que apesar das diferentes segregações, objetivam a classificação das contas em operacionais e financeiras.

Baseado nas definições apresentadas por Braga (1991), estruturam-se as variáveis Capital Circulante Líquido - CCL, Investimento Operacional em Giro - IOG e Saldo de Tesouraria - ST, resultantes da reclassificação dos grupos patrimoniais em natureza financeira e operacional:

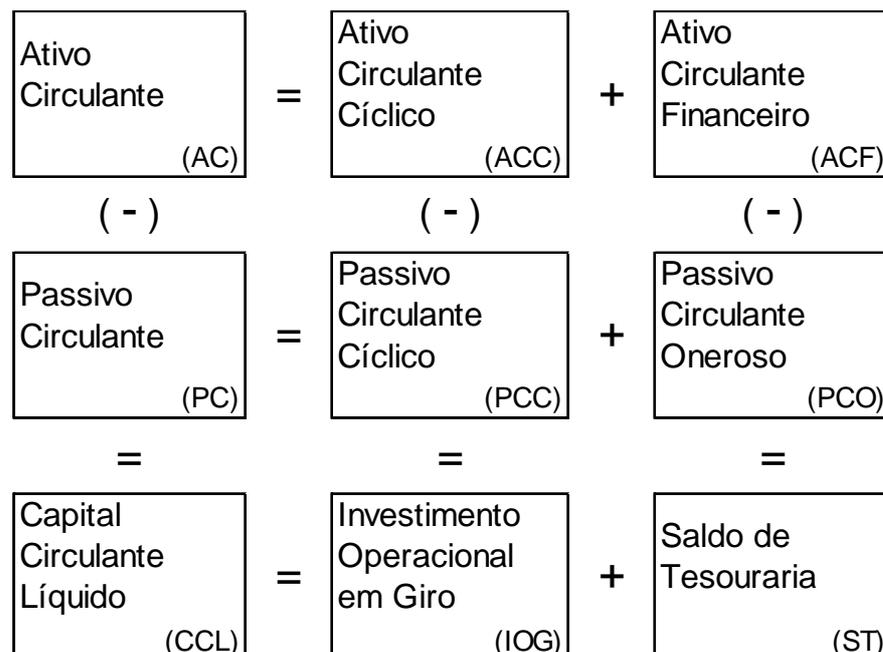


Figura 4 - Reclassificação dos grupos patrimoniais em natureza financeira e operacional  
Fonte: Adaptado de Braga (1991)

### 2.4.1 Necessidade de Capital de Giro (NCG)

A aplicação permanente de fundos que ocorre quando as saídas de caixa realizam-se antes das entradas de caixa, no ciclo financeiro, denomina-se Necessidade de Capital de Giro e se evidencia no balanço pela diferença positiva entre o valor das contas cíclicas do ativo das contas cíclicas do passivo (FLEURIET, KEHDY, BLANC, 2003, p. 07) (VIEIRA, 2008, p.78).

Para Matarazzo (2003), a necessidade de capital de giro revela o montante de que a empresa necessita tomar para financiar o seu ativo operacional, expresso pela diferença entre os investimentos realizados nas atividades operacionais (Ativo Circulante Operacional - ACO) e os financiamentos decorrentes dessas atividades (Passivo Circulante Operacional - PCO)

Constata-se que Braga (1991) e Silva (2010) utilizam a expressão Investimento Operacional em Giro IOG) para a definição apresentada pelos autores citados nos parágrafos anterior; e Assaf Neto (2010) usa o termo Necessidade de Investimento em Giro (NIG).

A necessidade de capital de giro descrita por Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), é resultante da diferença entre o ativo cíclico e o passivo cíclico:

$$NCG = AC - PC$$

Sob a perspectiva de Vieira (2008) o aumento das atividades econômicas da empresa relacionado à vendas, compras, atualização e manutenção de estoque, produção, pagamento de contas; demandam maior aporte financeiro e tomada de empréstimos, causando intenso impacto na necessidade de capital de giro.

"[...], existe uma relação direta entre o volume de vendas, os prazos operacionais do ciclo financeiro e o montante de recursos que precisam ser investidos no giro dos negócios através da necessidade de capital de giro (NCG). Quanto maiores forem as vendas ou o ciclo financeiro, maior será o investimento operacional na NCG, bem como o conseqüente esforço da empresa para financiá-la. Por outro lado, à medida que a empresa cresce e eleva suas vendas, aumenta também o investimento operacional na NCG. Impacto semelhante é produzido por um crescimento do ciclo financeiro decorrente do aumento dos prazos de estocagem e clientes ou por uma redução do prazo de fornecedores."

No entanto Silva (2010) argumenta que se o IOG aumentar devido ao crescimento das vendas, é essencial que tal crescimento gere lucro para compensar

a maior necessidade de aplicação de recursos, caso contrário, a empresa terá de recorrer a empréstimos bancários ou aporte de capital junto aos acionistas.

Assim sendo, o autor descreve três tipos básicos que existem de IOG decorrentes dos prazos dos estoques, recebimentos das vendas e pagamentos de compras:

1.  $\boxed{\text{Aplicações no ACC}} > \boxed{\text{Fontes do PCC}} \Rightarrow \boxed{\text{IOG} > 0}$
2.  $\boxed{\text{Aplicações no ACC}} < \boxed{\text{Fontes do PCC}} \Rightarrow \boxed{\text{IOG} < 0}$
3.  $\boxed{\text{Aplicações no ACC}} = \boxed{\text{Fontes do PCC}} \Rightarrow \boxed{\text{IOG} = 0}$

Figura 5 – Os três tipos básicos de Investimento Operacional em Giro – IOG estabelecidos por Braga (1991) e Silva (2010)

Fonte: Adaptado de Braga, 1991 e Silva, 2010

Na análise de Silva (2010) caso os recursos se enquadrem no item 1 ( $\text{ACC} > \text{PCC}$ ), a empresa aplicará recursos no IOG. Se ocorrer o segundo tipo ( $\text{ACC} < \text{PCC}$ ), em que o IOG apresenta-se negativo, haverá liberação de recursos, pois o recebimento antecede o pagamento. E no terceiro caso ( $\text{ACC} = \text{PCC}$ ), como o IOG é nulo, não haverá aplicação ou liberação de recursos.

No intuito de esclarecer o conceito de Necessidade de Capital de Giro, devem ser observados que (FLEURY, KEHDY, BLANC, 2003, p. 8 a 11):

1. A NCG difere do CCL, tendo em vista que o ativo e o passivo operacionais representam apenas uma parte do ativo e do passivo circulantes. Assim sendo, o CCL é igual ao ativo circulante menos o passivo circulante ( $\text{CCL} = \text{AC} - \text{PC}$ ) e a NCG é obtido pela diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional ( $\text{NCG} = \text{ACO} - \text{PCO}$ ). Desta forma, quando o CCL é maior que a NCG a empresa tende a apresentar um equilíbrio financeiro, caso contrário, quando a CCL é menor que a NCG denota certo descompasso entre financiamentos e investimentos.

2. A NCG é um conceito econômico-financeiro desprovido de definição legal ou fiscal.

3. A NCG é muito sensível às modificações que ocorrem no ambiente econômico em que a empresa opera, pois depende da natureza e do nível de atividade dos negócios da empresa que varia em função das vendas.

4. As contas cíclicas do ativo e do passivo que compõem a NCG são contas relacionadas às operações da empresa.

5. A NCG pode ser negativa. Tal situação pode ocorrer quando as saídas de realizam-se após as entrada de caixa no ciclo financeiro. O passivo cíclico torna-se maior que o ativo cíclico, constituindo-se em fonte de fundos para a empresa.

6. Em caso de suspensão de parte das operações de uma empresa, interrupção de linhas de produção, ocorrência de falência ou concordata, a necessidade de capital de giro passará de aplicação de fundos a fonte de fundos.

#### 2.4.2 Capital de Giro sob o ponto de vista de Fleuriet

O Capital de Giro deriva da diferença positiva entre o passivo permanente (contas não cíclicas do passivo) e o ativo permanente (contas não cíclicas do ativo) que se expressa a seguir (FLEURIET, KEHDY, BLANC, 2003, p. 11):

$$\text{CDG} = \text{passivo permanente} - \text{ativo permanente}$$

A Necessidade de Capital de Giro, quando positiva, reflete uma aplicação permanente de fundos que, normalmente, deve ser financiada com fundos permanentes utilizados pela empresa. Contudo, se a NCG é financiada com recursos de curto prazo, o risco de insolvência aumenta. Os fundos permanentes utilizados pelas empresas correspondem às contas não cíclicas do passivo, as quais englobam as contas do patrimônio líquido e certas contas do exigível a longo prazo (FLEURIET, KEHDY, BLANC, 2003, p. 11).

Com o propósito de esclarecer o conceito de CDG, Fleuriet, Kehdy, Blanc (2003) destacam que:

1. O resultado matemático do CDG do CCL são idênticos, mas calculados de maneira diferente. O CCL, que se enquadra no modelo tradicional, constitui em uma medida estática da folga financeira que a empresa apresenta para

liquidar seus compromissos de curto prazo assumidos. Sob a ótica do modelo dinâmico, o CDG significa um excedente de fontes de longo prazo em relação às aplicações de longo prazo.

2. O CDG, tal como a NCG, é um conceito econômico-financeiro e não uma definição legal e fiscal. Nesse sentido, o CDG constitui-se em uma fonte permanente de fundos utilizada para financiar a NCG da empresa.

3. O CDG mantém-se relativamente estável ao longo do tempo, tendo em vista ser composto por contas permanentes ou de longo prazo.

4. O CDG pode assumir tanto valores positivos, quanto negativos ou nulos. Se CDG for positivo ( $PP > AP$ ), o mesmo constituirá uma fonte de recursos de longo prazo, disponível para financiar as aplicações da empresa, incluindo a NCG. Na situação de CDG negativo ( $PP < AP$ ), o mesmo representará uma aplicação de longo prazo que precisa ser financiada com fundos de curto prazo, ocasionando, na maior parte das vezes, um aumento do risco de insolvência. Apesar de essa situação ter como consequência a diminuição de liquidez, a empresa poderá se desenvolver se tiver uma NCG também negativa. Na situação de CDG nulo ( $PP = AP$ ) a empresa não necessita de recursos de longo prazo para cobrir suas aplicações também de longo prazo, mas também não apresenta excesso de recursos de longo prazo que poderiam ser aplicados na NCG. O ideal seria que a NCG igualmente ao CDG fosse nula.

#### 2.4.3 Saldo de Tesouraria

Para Fleuriet (2003), o Saldo de Tesouraria (T) é obtido pelo confronto entre o ativo e o passivo erráticos. Denomina-se ativo errático e passivo errático as contas circulantes que não estão diretamente ligadas à operação e cujos valores se alteram de forma aleatória.

Ainda conforme Fleuriet (2003), o Saldo de Tesouraria representa um valor residual correspondente à diferença entre o Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro, esquematizado a seguir:

$$T = CDG - NCG$$

Se o capital de giro for insuficiente para financiar a necessidade capital de giro, o saldo de tesouraria será negativo ( $CDG < NCG$ ). Neste caso, o passivo errático será maior do que o ativo errático, mostrando que a empresa utiliza recursos de curto prazo para o financiamento da NCG. (VIEIRA, 2008, p. 87).

Em contrapartida, quando a empresa dispõe de capital de giro em montante superior à necessidade de capital de giro ( $CDG > NCG$ ), o saldo de tesouraria resulta positivo. Isto significa que o ativo errático ou de curto prazo é maior do que o passivo errático ou de curto prazo, evidenciando que a empresa aplica um excedente da sua disponibilidade de recursos de longo prazo em aplicações de curto prazo direcionadas, em geral, para o mercado financeiro (VIEIRA, 2008, p. 88).

O saldo de tesouraria apresenta forte componente financeiro e representa uma importante indicação da situação financeira da empresa. Em geral,  $T > 0$  indica uma aplicação líquida de recursos de curto prazo, com contrapartida nas contas do ativo circulante do caixa, bancos e aplicações financeiras. No entanto,  $T < 0$  indica a utilização de recursos de curto prazo no financiamento das atividades da empresa, em geral, com contrapartida nas contas do passivo circulante de financiamentos e empréstimos bancários ou instituições financeiras. Por outro lado, considerando a equação básica do modelo, onde  $T = CDG - NCG$ , o saldo de tesouraria revela-se uma importante indicação da situação financeira da empresa por ser o resultado das decisões operacionais que produzem a NCG e decisões estratégicas e operacionais que produzem a CDG. Dessa forma, o monitoramento contínuo da evolução de T deve ser uma das prioridades da gestão financeira da empresa (VIEIRA, 2008, p. 89).

#### 2.4.4 Tipos de Estruturas Financeiras nas Empresas

As variáveis-chaves (CDG, NCG e T), extraídos do balanço patrimonial gerencial, permitem uma visão imediata de como se integram as fontes apresentadas pelo capital de giro ( $CDG > 0 =$  Fontes de longo prazo) e pelo saldo de tesouraria ( $T < 0 =$  Fontes de curto prazo) para o financiamento da necessidade de capital de giro ( $NCG > 0 =$  Aplicação operacional) (VIEIRA, 2008, p. 106).

Fleuriet, Kehdy, Blanc (2003) identificam quatro tipos de estrutura financeira que se formam baseados nas variáveis NCG, CDG e ST e mencionam a existência de outras duas possibilidades. Braga (1991), Marques e Braga (1995), Vieira (2008) destacam-se seis possibilidades.

Os tipos de estrutura e situação financeira estruturados por Braga (1991) e Marques e Braga (1995) caracterizam-se seis tipos, analisando a relação entre positivo e negativo para demonstrar a situação da empresa, visto na figura 06.

<b>TIPO</b>	<b>CCL</b>	<b>IOG</b>	<b>ST</b>	<b>SITUAÇÃO</b>
<b>I</b>	Positivo	Negativo	Positivo	Excelente
<b>II</b>	Positivo	Positivo	Positivo	Sólida
<b>III</b>	Positivo	Positivo	Negativo	Insatisfatória
<b>IV</b>	Negativo	Positivo	Negativo	Péssima
<b>V</b>	Negativo	Negativo	Negativo	Muito Ruim
<b>VI</b>	Negativo	Negativo	Positivo	Alto Risco

Figura 6 – Características da estrutura e situação financeira da empresa  
Fonte: Adaptado de Braga (1991) e Marques Braga (1995)

Tipo I: revela uma situação financeira de excelente liquidez, em razão dos recursos permanentes aplicados no ativo circulante que acarreta numa boa folga financeira para honrar as exigibilidades de curto prazo.

$$CCL > 0 \text{ e } IOG < 0 \Rightarrow T > 0, \text{ sendo } CCL > IOG \Rightarrow T > CCL > IOG$$

Tipo II: os recursos permanentes aplicados no capital de giro (CCL) suprem a insuficiência do PCC, e ainda permitem a manutenção de um saldo positivo de tesouraria. O saldo positivo de tesouraria indica uma situação financeira sólida enquanto for mantido, determinado nível de operações. Entretanto, a expansão das vendas provocará o aumento do IOG e conseqüentemente redução do T. Se esta expansão for Sazonal, logo a empresa retornará à situação original (reforçada por um aumento no CCL decorrente da capitalização dos lucros adicionais). Por outro lado, um aumento grande e repentino das vendas fará com que o grande crescimento do IOG absorva todas as disponibilidades e demande novos empréstimos de curto prazo, tornando T negativo e, conseqüentemente, desestabilizado a estrutura financeira da empresa.

$$\begin{aligned} & \text{CCL} > 0 \text{ e } \text{IOG} > 0, \\ & \text{Sendo } \text{CCL} > \text{IOG} \Rightarrow \text{T} > 0, \\ & \text{T} < \text{CCL} \text{ e } \text{T} = \text{IOG} \end{aligned}$$

Tipo III: indica situação financeira insatisfatória, uma vez que o CCL é inferior ao IOG. Empresas com este tipo de estrutura patrimonial são bastante dependentes de empréstimos de curto prazo para financiar suas operações. O aumento da vulnerabilidade financeira ocorre à medida que cresce a diferença entre o CCL e o IOG e, conseqüentemente é ampliado o saldo negativo da tesouraria.

$$\text{CCL} > 0 \text{ e } \text{IOG} > 0, \text{ sendo } \text{CCL} < \text{IOG} \Rightarrow \text{T} < 0 \text{ e } \text{T}, \text{ CCL} < \text{IOG}$$

Tipo IV: O CCL negativo indica que a empresa está financiando ativos não circulantes com dívidas de curto prazo ( $\text{PNC} < \text{ANC} \Rightarrow \text{AC} < \text{PC}$ ), relevando desequilíbrio entre as fontes e as aplicações de recursos. Isto seria suficiente para configurar uma situação financeira ruim e restringir o acesso da empresa às fontes de financiamento de curto prazo. Entretanto, mesmo com o CCL negativo, poderia ocorrer de a empresa continuar obtendo crédito junto aos seus fornecedores e levantar empréstimos bancários.

Neste tipo de balanço deve-se ressaltar que a ocorrência simultânea de IOG positivo do CCL negativo indica péssima situação financeira, com a possibilidade de agravamento com a expansão dos negócios, evidenciado pelo crescimento do saldo negativo de tesouraria.

Empresas privadas com este tipo de balanço estariam à beira da falência, a menos que seus acionistas controladores pudessem fornecer-lhe algum tipo de apoio externo.

$$\text{CCL} < 0 \text{ e } \text{IOG} > 0 \Rightarrow \text{T} < 0, \text{ sendo } \text{CCL} < \text{IOG} \Rightarrow \text{T} < \text{CCL} < \text{IOG}$$

Tipo V: a situação financeira é muito ruim, porém menos grave do que o tipo IV devido ao fato de os passivos de funcionamento excederem às necessidades de recursos para financiar os ativos circulantes operacionais ( $\text{ACC} < \text{PCC} \Rightarrow \text{IOG} < 0$ ). Isto atenua os efeitos negativos sobre o saldo de tesouraria.

$$\text{CCL} < 0 \text{ e } \text{IOG} < 0, \text{ sendo } \text{CCL} < \text{IOG} \Rightarrow \text{T} < 0, \text{T} > \text{CCL} \text{ e } \text{T} < \text{IOG}$$

Tipo VI: revela que a empresa estaria desviando sobras de recursos de curto prazo para ativos não circulantes e mantendo um saldo positivo de tesouraria . Uma situação como esta não poderia ser mantida por muito tempo, pois uma queda no volume de vendas esgotaria rapidamente a parcela excedente do PCC, invertendo o sinal do IOG e do saldo de tesouraria

$$\text{CCL} < 0 \text{ e } \text{IOG} < 0, \text{ sendo } \text{CCL} > \text{IOG} \Rightarrow \text{T} > 0 \text{ e } \text{T} > \text{CCL} > \text{IOG}$$

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois objetiva o enquadramento das empresas do ramo de tecidos, vestuário e calçados sob a perspectiva econômico-financeira estabelecidos no modelo Fleuriet (GIL, 2002).

Quanto aos procedimentos técnicos de coleta e análise de dados, este estudo foi embasado em fontes bibliográficas, principalmente das contribuições dos diversos autores sobre a dinâmica financeira das empresas (MARKONI; LAKATOS, 2007).

Para a condução da pesquisa, foram utilizados o método quantitativo e o qualitativo. O primeiro tem a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitar distorções de análise e interpretação. Já o segundo busca possibilita compreender a natureza de um fenômeno (RICHARDSON, 2012).

Dessa forma, devido a disponibilidade de dados públicos e confiáveis, as optou-se pelas empresas brasileiras de capital aberto para o desenvolvimento do estudo, as quais se enquadram no segmento de fios e tecidos, vestuários e calçados, listadas no sítio da BM&FBOVESPA.

Constatou-se 21 empresas relacionadas no segmento mencionado, no entanto uma empresa foi desconsiderada da amostra devido a indisponibilidade das demonstrações individuais.

A amostra foi escolhida de forma não probabilística. Realizou-se a classificação das empresas constantes da página da BM&FBOVESPA, por ordem decrescente de lucro e selecionou-se três empresas com os melhores lucros em 2013, conforme relacionado a seguir:

<b>Nome Empresarial</b>	<b>Segmento</b>	<b>Lucro Líquido em 2013 (R\$ mil)</b>
Grendene S.A.	Calçados	433.540
Cia Hering	Vestuários	318.172
São Paulo Alpargatas S.A.	Calçados	310.011
Dohler S.A.	Fios e Tecidos	40.082
Encorpar	Fios e Tecidos	14.435
Cia de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira	Fios e Tecidos	13.004
Cia Industrial Cataguases	Fios e Tecidos	5.353
Pettenati S.A. Ind. Textil	Fios e Tecidos	3.219
Cambuci S.A.	Calçados	331
Wembley S.A.	Fios e Tecidos	205
Tecelagem Blumenau S.A.	Fios e Tecidos	-5.095
Fiação e Tecelagem São José S.A.	Fios e Tecidos	-18.213
Têxtil Renauxview S.A.	Fios e Tecidos	-19.771
Cia Tecidos Norte de Minas - COTEMINAS	Fios e Tecidos	-19.917
Cia Ind. Schlosser	Fios e Tecidos	-20.826
Buettner S.A. Ind e Comércio	Fios e Tecidos	-23.147
Karsten S.A.	Fios e Tecidos	-38.224
Springs Global Participações S.A.	Fios e Tecidos	-53.066
Vulcabras S.A.	Calçados	-126.680
TEKA Tecelagem Kuehnrich S.A.	Fios e Tecidos	-154.873

Figura 7 - Classificação das empresas constantes da página da BM&FBOVESPA, por ordem decrescente de lucro  
 Fonte: BM&FBOVESPA

Assim, foram as selecionadas as empresas Grendene S.A, Cia Hering e São Paulo Alpargatas S.A..

As demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício), referentes ao período de 2008 a 2013, foram extraídas do sítio da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Ressalta-se que foram consideradas somente as demonstrações individuais (da empresa Controladora) para o estudo.

Em seguida, aplicou-se a atualização monetária nessas demonstrações considerando os efeitos inflacionários do período, processadas da seguinte forma:

1º Passo: padronizar as demonstrações contábeis das empresas a fim de obter um padrão de procedimento e ordenação das contas dessas demonstrações;

2º Passo: calcular o índice de inflação correspondente a dezembro de 2008 a dezembro de 2013, de acordo com o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) disponível no sítio da Fundação Getúlio Vargas - FGV, conforme a seguir:

2008	2009	2010	2011	2012	2013
1,3083	1,3311	1,1957	1,1377	1,0553	1,0000

Figura 8 – Demonstrativo do cálculo do índice de inflação do período em estudos  
 Fonte: <http://www.portalbrasil.net/igpm.htm>

3º Passo: aplicar o índice no valor nominal dos períodos analisados. O quadro a seguir apresenta o valor do IGP-M anual, bem como o cálculo do índice do período considerado.

Concluídas as atualizações monetárias, houve a reclassificação dos balanços das empresas: as contas do ativo e passivo circulantes foram segregadas em seus componentes cíclicos (operacionais) e erráticos (curto prazo); o ativo e passivo permanentes.

Com base na reclassificação efetuada, foram realizados os cálculos de das variáveis-chaves NCG, CDG e ST. Por fim, a partir da determinação desses indicadores, foi possível avaliar a situação econômico-financeira de cada empresa e enquadrá-las nas tipos de estruturas apresentadas por Fleuriet (2003).

## 4 DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados e analisados os resultados obtidos a partir do cálculo dos indicadores propostos pelos modelos dinâmico Fleuriet (2003).

Os gráficos a seguir demonstram que as empresas dispõem de recursos de longo prazo do capital de giro ( $CG > 0$ ) suficientes para financiar as aplicações operacionais na necessidade de capital de giro ( $NCG > 0$ ) e ainda realizar aplicações de curto prazo ( $ST > 0$ ). Isto indica uma situação financeira bastante confortável às empresas.

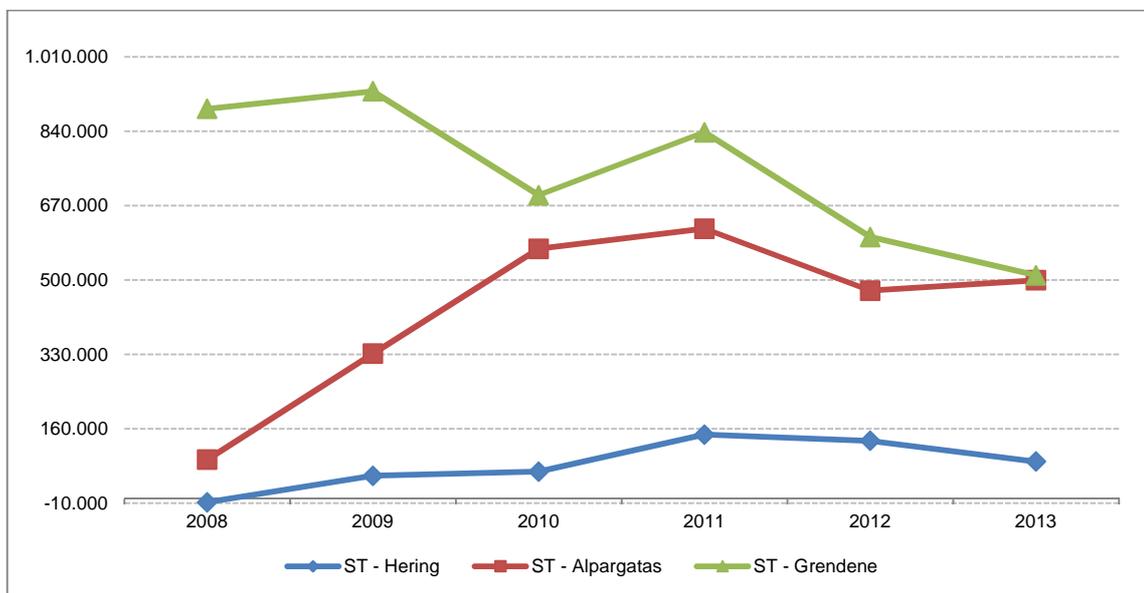


Gráfico 1 - Relação da evolução temporal do saldo de tesouraria das três empresas em estudos  
Fonte: Resultados da pesquisa

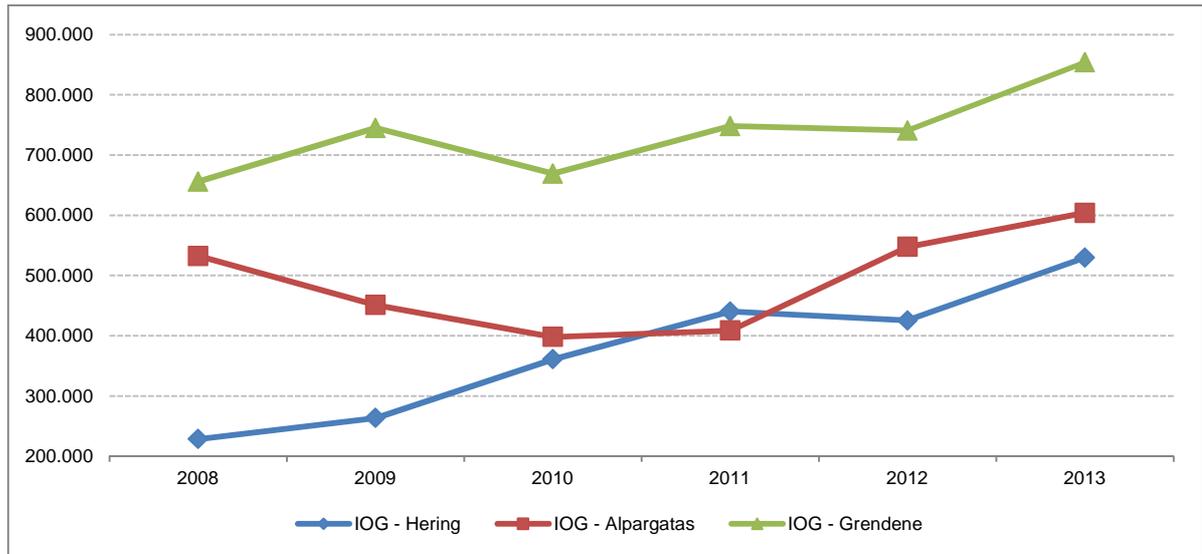


Gráfico 2 – Relação da evolução temporal da Necessidade de Capital de Giro das três empresas em estudos

Fonte: Resultados da pesquisa

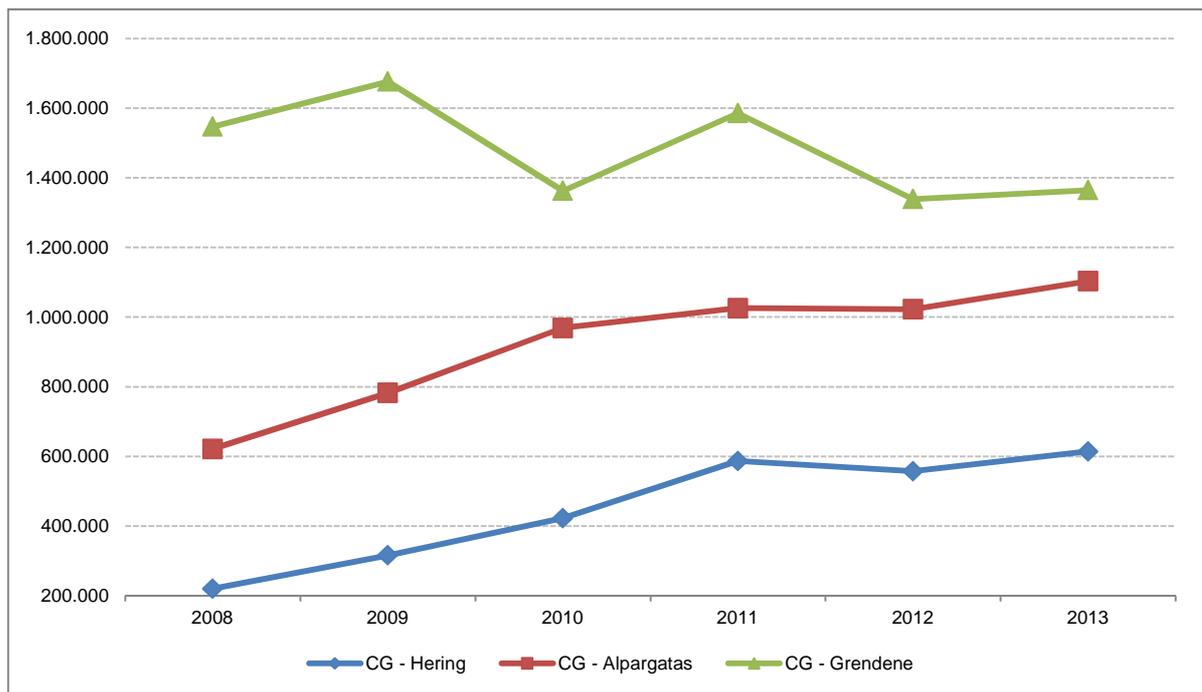


Gráfico 3 – Relação da evolução temporal do Capital de Giro das três empresas em estudos

Fonte: Resultados da pesquisa

TIPOLOGIA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>AC = ACF + ACC</b>	1.817.070	2.021.744	1.720.129	1.842.234	1.582.361	1.572.896
<b>PC = PCO + PCC</b>	270.304	345.744	357.445	256.688	243.299	208.161
<b>CCL = PNC - ANC</b>	1.546.766	1.676.000	1.362.684	1.585.546	1.339.062	1.364.735
<b>ST = ACF - PCO</b>	890.789	931.159	693.523	837.416	598.282	510.813
<b>IOG = ACC - PCC</b>	655.977	744.841	669.161	748.130	740.780	853.922
<b>CG = ST + IOG</b>	1.546.766	1.676.000	1.362.684	1.585.546	1.339.062	1.364.735
<b>RESTRIÇÕES</b>	ST > 0					
	IOG > 0					
	CCL > 0					
<b>CONDIÇÕES</b>	ST < CCL > NCG					
<b>TIPO</b>	II	II	II	II	II	II
	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida

Figura 9 – Estrutura Financeira da Grendene S.A  
Fonte: Resultados da pesquisa

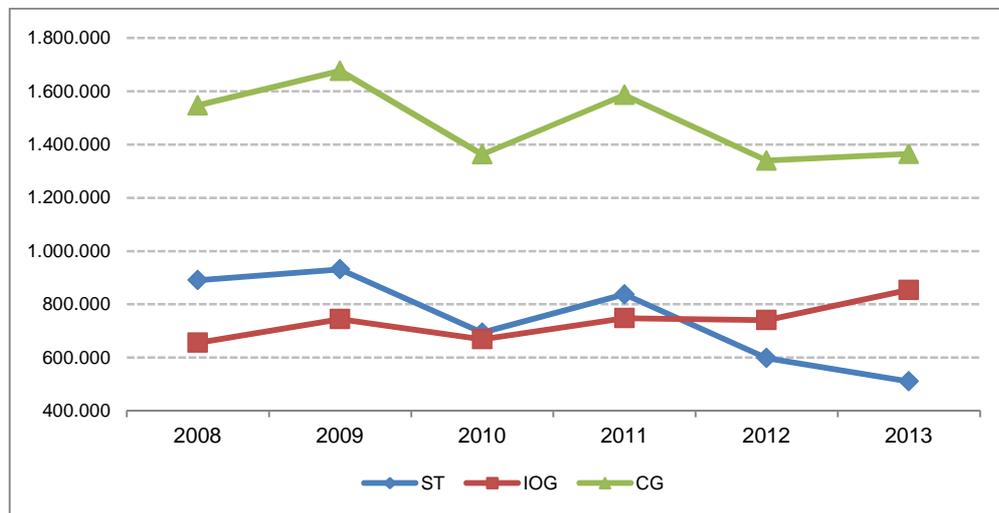


Gráfico 4 – Relação da evolução temporal da estrutura financeira da Grendene S.A  
Fonte: Resultados da pesquisa

Considerando que as variáveis IOG e CG da Grendene apresentaram-se positivas, assim como o ST permaneceu positivo durante todo o período analisado, é possível constatar o domínio da estrutura financeira da empresa Grendene S.A. do tipo II (sólida), ou seja, o saldo do CG é suficiente para financiar IOG e ainda, permite aplicar recursos no curto prazo, expresso pelo ST positivo.

TIPOLOGIA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AC = ACF + ACC	480.001	552.271	734.845	905.278	891.700	929.174
PC = PCO + PCC	259.705	236.365	312.073	318.639	334.175	314.773
CCL = PNC - ANC	220.296	315.906	422.772	586.639	557.525	614.401
ST = ACF - PCO	-8.058	52.679	61.995	146.572	132.353	84.916
IOG = ACC - PCC	228.354	263.227	360.777	440.067	425.172	529.485
CG = ST + IOG	220.296	315.906	422.772	586.639	557.525	614.401
RESTRICÕES	ST < 0	ST > 0	ST > 0	ST > 0	ST > 0	ST > 0
	IOG > 0	IOG > 0	IOG > 0	IOG > 0	IOG < 0	IOG > 0
	CCL > 0	CCL > 0	CCL > 0	CCL > 0	CCL > 0	CCL > 0
CONDIÇÕES	ST < CCL < NCG	ST < CCL > NCG	ST < CCL > NCG	ST < CCL > NCG	ST < CCL > NCG	ST < CCL > NCG
TIPO	III Insatisfatória	II Sólida	II Sólida	II Sólida	II Sólida	II Sólida

Figura 10 – Estrutura Financeira da Hering S.A  
Fonte: Resultados da pesquisa

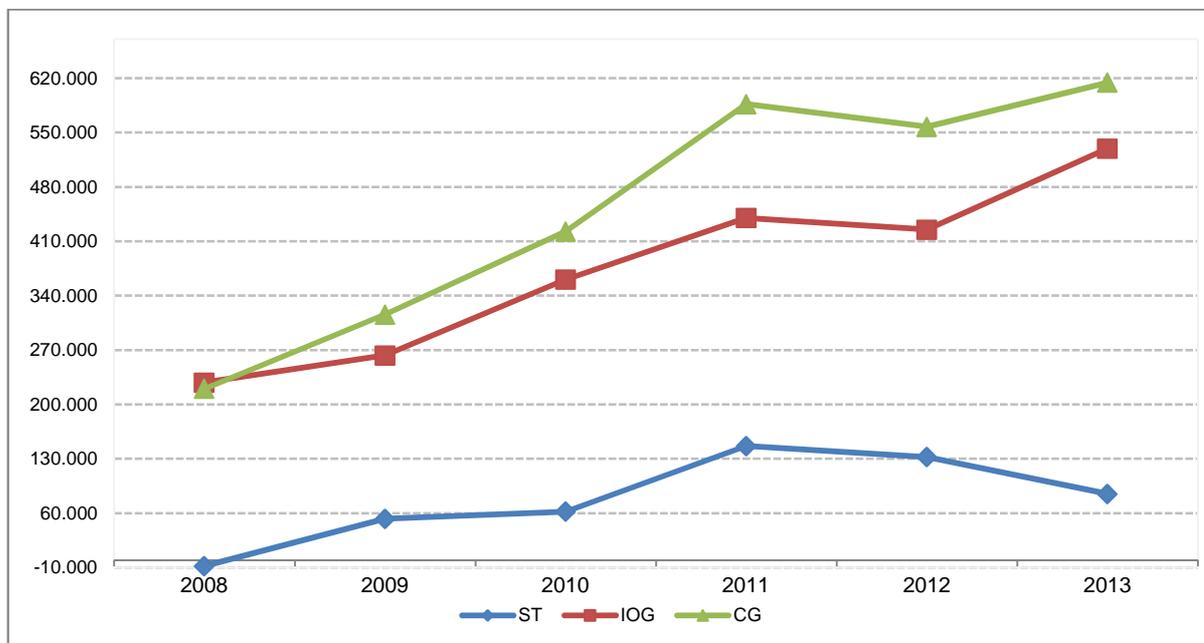


Gráfico 5 – Relação da evolução temporal da estrutura financeira da Grendene S.A  
Fonte: Resultados da pesquisa

A Cia Hering apresentou NCG, CDG e ST positivos no período de 2009 a 2013, indicando uma situação financeira sólida de liquidez do tipo II, cujo CG é suficiente para financiar a NCG além de viabilizar a aplicação de recursos no curto prazo expresso pelo ST positivo. No entanto, em 2008, a empresa precisou complementar o financiamento da sua NCG com recursos de curto prazo representado pelo ST negativo, configurando desta maneira, uma estrutura insatisfatória de liquidez do tipo III.

TIPOLOGIA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AC = ACF + ACC	938.897	1.061.143	1.454.515	1.469.852	1.537.031	1.777.924
PC = PCO + PCC	317.092	278.622	485.424	444.161	514.237	674.850
CCL = PNC - ANC	621.805	782.521	969.091	1.025.691	1.022.794	1.103.074
ST = ACF - PCO	89.459	331.478	571.138	617.021	475.450	499.206
IOG = ACC - PCC	532.346	451.043	397.953	408.670	547.344	603.868
CG = ST + IOG	621.805	782.521	969.091	1.025.691	1.022.794	1.103.074
RESTRIÇÕES	ST > 0					
	IOG > 0					
	CCL > 0					
CONDIÇÕES	ST < CCL > NCG					
TIPO	II	II	II	II	II	II
	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida

Figura 11 – Estrutura Financeira da Alpargatas S.A.  
Fonte: Resultados da pesquisa

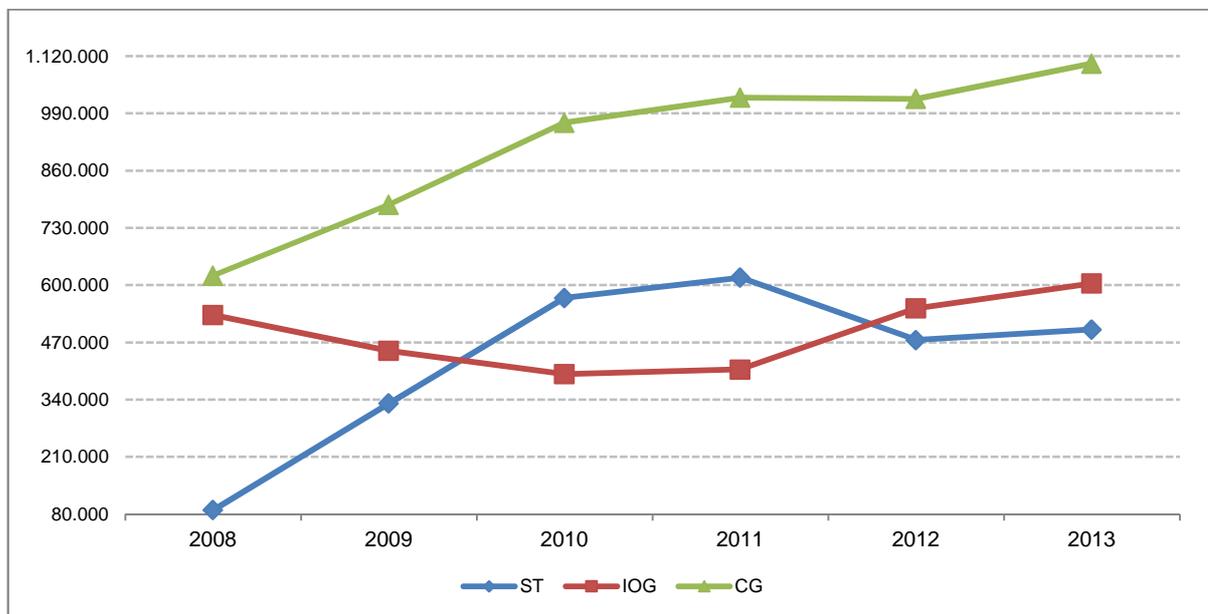


Gráfico 6 – Relação da evolução temporal da estrutura financeira da Alpargatas S.A.  
Fonte: Resultados da pesquisa

Percebe-se que a Alpargatas S.A., apresenta o mesmo tipo de estrutura financeira em todos os anos do período analisados – a do tipo II, em que o saldo do CG é suficiente para financiar IOG e ainda, permite aplicar recursos no curto prazo, expresso pelo ST positivo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta do presente estudo foi verificar a situação econômica financeira das empresas que se enquadram no segmento de tecidos, vestuário e calçados da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA sob a ótica do modelo dinâmico no período de 2008 a 2013.

Para embasar a proposta, foi efetuada uma revisão bibliográfica relacionadas ao modelo dinâmico de administração do capital de giro, O Modelo Fleuret e identificadas a tipologia em que se enquadram as empresas selecionadas.

Dentre as limitações encontradas na aplicação do estudo foi a impossibilidade de se relacionar o resultado das variáveis com o ciclo operacional das empresas pesquisadas.

Como sugestão para pesquisas futuras, propõe-se a aplicação do estudo a outros setores e comparação com os resultados do presente estudo.

## REFERÊNCIAS

ARRUDA, C. et al. **Empresas Duradouras**. Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2007. (Relatório de Pesquisa ; RP0701). <[http://www.fdc.org.br/professorese\\_pesquisa/publicacoes/Paginas/publicacao-detalle.aspx?publicacao=18038](http://www.fdc.org.br/professorese_pesquisa/publicacoes/Paginas/publicacao-detalle.aspx?publicacao=18038)>. Acesso em: 21/11/2013

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

BRAGA, R. **Análise avançada do capital de giro**. FIPECAFI, Caderno de estudos nº 3, São Paulo, set. 1991. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/cest/n3/n3a03.pdf>>. Acesso em: 23/11/2013.

BRASIL. Palácio do Planalto. **Legislação**. Disponível em: <<http://www2.planalto.gov.br/acervo/legislacao>>. Acessado em 17/06/2014.

COSTA, A. C. R. da; ROCHA, É. R. P. da. **Panorama da cadeia produtiva têxtil e de confecções e questão da inovação**. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 29, p. 159-202, mar. 2009. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/set3311.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/set3311.pdf)>. Acesso em: 23/11/2013.

FLEURIET, M; KEHDY, R; BLANE, G. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo modelo de análise, orçamento e planejamento financeiro**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.  
IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia do trabalho científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MARQUES, J. A. V. da C.; BRAGA, R. **Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet**. Revista administração de empresas, 1995, vol.35, n.3, pp. 49-63. ISSN 0034-7590. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_pdf&pid=S0034-75901995000300007&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_pdf&pid=S0034-75901995000300007&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt)>. Acesso em: 23/11/2013.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, J. P. da S. **Análise financeira das empresas**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

VIEIRA, M. V. **Administração estratégica do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.